



Pekao TFI

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych

MATERIAŁ REKLAMOWY



Perspektywy rynkowe

**SCENARIUSZE DLA RYNKÓW
NA I PÓŁROCZE 2024 ROKU**

Data sporządzenia: styczeń 2024 r.

Rok 2023 był **bardzo udany dla inwestorów** praktycznie wszystkich klas aktywów. W naszej ocenie, rok 2024 na rynkach może być już **trudniejszy i przynieść większą zmienność**.

Spis treści

Wprowadzenie	1
Makroekonomia, stopy procentowe a rynki obligacji	3
Strategia rynkowa	5
Globalne obligacje korporacyjne	7
Globalne rynki akcji	9
Krajowy rynek akcji	12
Podsumowanie	16
Słowniczek	18
Informacja prawna	20

Wprowadzenie



Jacek Babiński

Wiceprezes Zarządu
odpowiedzialny za Pion Zarządzania Aktywami

Nasz główny inwestycyjny „call” (typ) na rok 2023 zapracował lepiej niż planowaliśmy. Z korzyścią dla naszych klientów – inwestorów. Mowa o rynku obligacji – w tym fenomenalnej, trwającej ponad rok hossie na polskich obligacjach skarbowych i euforycznym wręcz listopadowo – grudniowym wyścigu cen – już na szerokich rynkach globalnych. To był kapitalny rok dla strategii obligacyjnych. Świetny dla akcyjnych. I w efekcie – bardzo udany dla strategii mieszanych. Mamy już pomysły na rozegranie kolejnego półrocza, które postaramy się nakreślić w tym wydaniu „Perspektyw rynkowych”.

Tradycyjnie – pora na nasz inwestycyjny „rachunek sumienia” – rozliczenie naszych głównych pomysłów na drugie półrocze 2023 r. – „Naszą podstawową tezę inwestycyjną pozostaje (...) zamiar wykorzystania okazji, jaką rok 2023 dał inwestorom na rynkach obligacji. Nadal wysokie rentowności obligacji i realna perspektywa dalszego spadku inflacji w najbliższych kwartałach – to przesłanka za tym, by korzystać – póki można – z tych rynkowych okoliczności. Zwłaszcza, że nie są one dane na zawsze! Nasze mocne pozytywne nastawienie na stałokuponowe obligacje skarbowe było i jest założeniem taktycznym (na rok, góra – dwa lata). Nadal uważamy, że jest to czas na inwestowanie w te papiery, ale mamy świadomość, że np. za pół roku to zdecydowane nastawienie może nie być już tak aktualne, bo kończy się najłatwiejsza faza dezinflacji” – tak pisaliśmy w czerwcu 2023 r., przygotowując lipcowe wydanie naszego raportu „Perspektywy rynkowe”.

No i – mówiąc wprost – wykorzystaliśmy wspomnianą okazję z nawiązką. Ale emocji przy tym nie brakowało. Rok 2023 był bowiem kolejnym, w którym dynamika wydarzeń na rynkach przerosła wszelkie scenariusze, prognozy i wyobrażenia. Dzięki trafnemu wyborowi strategii zarobiliśmy dla naszych klientów – inwestorów jeszcze więcej niż szacowaliśmy choćby i pół roku temu. Prognozowaliśmy bardzo dobry rok dla polskich obligacji, co wykorzystaliśmy z dużym sukcesem w naszych strategiach dłużnych. Można zażartować, że hossa na polskich obligacjach przerosła nawet nasze oczekiwania. Dzięki temu stopy zwrotu z części portfeli obligacji w roku 2023 sięgnęły kilkunastu procent. Niesamowite przyspieszenie, skądinąd oczekiwanych przez nas procesów, w końcowych miesiącach 2023 roku zadziało jak dopalacz w rynkowym silniku odrzutowym. W efekcie, w połowie grudnia, rynek zrealizował sporą część scenariusza, o którym dyskutowaliśmy w kontekście... pierwszego półrocza 2024 r.

Na chwilę wróćmy do rozliczania naszych ocen i nastawienia z połowy 2023 r. – „Spadająca, ale nadal wysoka inflacja i jednocześnie coraz mocniej tłumiąca ją banki centralne. W efekcie – wysokie, a nawet może jeszcze podwyższone stopy procentowe. Sygnały wyraźnie słabnącej koniunktury w przemyśle i ze sporym opóźnieniem, ale jednak, słabnących usług. W tym wszystkim – dotychczas zaskakująco mocny rynek pracy. I oczekiwanie na odłożone w czasie, ale bardzo prawdopodobne, negatywne efekty skumulowanych podwyżek stóp z lat 2022 – 2023. Z realnym, choć chwilowo uśpionym, ryzykiem twardego lądowania gospodarek włącznie. I na tym tle – momentami zadziwiający optymizm części rynków akcji w pierwszym półroczu 2023. To tylko część bagażu, z jakim rozpoczęliśmy drugą połowę roku” – zauważaliśmy w poprzednim wydaniu „Perspektyw rynkowych” na przełomie pierwszego i drugiego półrocza 2023 r. Patrząc na sytuację w połowie grudnia 2023 r., można powiedzieć tak:

- banki centralne USA i strefy euro przez podwyższenie i utrzymanie wysokich stóp faktycznie przyczyniły się do mocnego stłumienia inflacji, ale złożyło się na to kilka istotnych procesów (w tym np. pochodne zaostrzenia polityki pieniężnej, czyli wyhamowanie kredytu, tańsze surowce i słabsza aktywność w części gospodarek);
- kosztem tej operacji w strefie euro było bardzo bolesne wyhamowanie aktywności gospodarczej; sytuację komplikują tu zaskakujące problemy budżetowe Niemiec (wynikające jednak bardziej z pułapki regulacji niż z braku finansowania);
- zdumiewająco mocna była – do trzeciego kwartału włącznie – gospodarka amerykańska, która jednak jesienią zaczęła sygnalizować, że szczyt aktywności już za nami

– szacunki i prognozy członków Fed z grudnia 2023 r. pokazały zresztą oczekiwania na ryzyko wyraźnego osłabienia tempa wzrostu gospodarczego, co zresztą współgrało z „gołębiem” zwrotem w narracji Fed; pytanie: czy spadki rentowności obligacji i oczekiwane w 2024 r. cięcia stóp wybronią gospodarkę USA przed jeszcze głębszym hamowaniem (i wcale niezerowym, w naszym odczuciu, ryzykiem nawet np. jakiejś krótkiej, płytkiej recesji);

- nadal rozczarowywała gospodarka chińska, obciążona olbrzymimi problemami strukturalnymi i brakiem wyraźnych decyzji tamtejszych władz;
- zgodnie z naszymi obawami, w lecie i jesienią 2023 r. obserwowaliśmy korektę na rynkach akcji, która jednak została zrekompensowana fenomenalnym listopadem i udaną pierwszą połową grudnia.

Rynki akcji były w przekroju całego roku znacznie mocniejsze niż oczekiwaliśmy. Świetnie zarobiły na tym nasze strategie akcyjne, bo – jak pisaliśmy wówczas – „oczywiście, mamy świetne fundusze typowo akcyjne, w których DNA była, jest i będzie ekspozycja na akcje”. Nie przestało nas to jednak dziwić i nie zmieniło naszego generalnie ostrożnego podejścia do globalnych rynków akcji. Tym bardziej, że – bazując

na naszym scenariuszu makroekonomicznym – jednocześnie eksploatowaliśmy z powodzeniem nasz wspomniany główny „call” inwestycyjny. – „Wbrew bieżącym modom, nie zmieniamy jednak naszych głównych tez inwestycyjnych. W perspektywie drugiego półrocza, pozytywnie patrzymy na obligacje skarbowe, w tym także polskie” – deklarowaliśmy na przełomie czerwca i lipca 2023 r. I to był strzał w dziesiątkę. A nawet lepiej, bo skala hossy na obligacjach przerosła oczekiwania.

Oczywiście cieszymy się z sukcesów inwestycyjnych roku 2023. Ale od razu zadajemy sobie przy tym pytanie, czy rynek nie przesadził z tempem dyskontowania niektórych scenariuszy? Czy np. listopadowy euforyczny wzrost indeksów rynków akcji i jednocześnie drożejące w szalonym tempie obligacje nie są sygnałem ostrzegawczym, że ktoś tu się myli w ocenie perspektyw roku 2024, a może i lat kolejnych? Czy dominujące na rynku założenie, że kluczowa gospodarka amerykańska wyjdzie obronną ręką ze spodziewanego osłabienia, nie jest zbyt optymistyczne? Szanse i ryzyka dla koniunktury – tej gospodarczej i tej rynkowej – to temat tego, nowego wydania „Perspektyw rynkowych”.

Zapraszam do lektury i refleksji. I życzę oczywiście zdrowia i radości w 2024 roku. No i portfela dobrych, przemyślanych inwestycji!

Makroekonomia, stopy procentowe a rynki obligacji



Dariusz Kędziora

Dyrektor Zespołu Zarządzania Instrumentami Dłużnymi

Największym zaskoczeniem roku 2023 była odporność gospodarki USA na efekty spektakularnej serii podwyżek stóp procentowych Fed (wyjaśnienie tego i innych pojęć znajdują Państwo w słowniczku na końcu „Perspektyw rynkowych”). Tym bardziej, że działo się to w obliczu swoistej „anemii” strefy euro i rozczarowania gorszymi od oczekiwań wynikami gospodarki chińskiej.

Siła amerykańskiej gospodarki (głównie napędzana dobrą kondycją amerykańskiego konsumenta) w połączeniu z bardzo szybko spadającą inflacją spowodowały, iż rynek (potoczne określenie inwestorów) ponownie uwierzył (i wycenił) scenariusz tzw. „miękkiego lądowania”. Aktualny konsensus rynkowy (wypadkowa z oczekiwań) zakłada, iż banki centralne głównych gospodarek rozwiniętych będą mogły rozpocząć powolne obniżki stóp procentowych w drugiej połowie 2024 r. Dzięki czemu unikniemy głębszych perturbacji w gospodarce i na rynkach finansowych. O ile taki scenariusz rzeczywiście wydaje się prawdopodobny, to jednak w naszej opinii inwestorzy powinni być gotowi na niespodzianki w 2024 r. W perspektywach na 2024 rok upatrujemy ryzyka w silniejszym, od powszechnych oczekiwań, pogorszeniu koniunktury gospodarczej na świecie. Jest kilka powodów, które skłaniają nas do ostrożności.

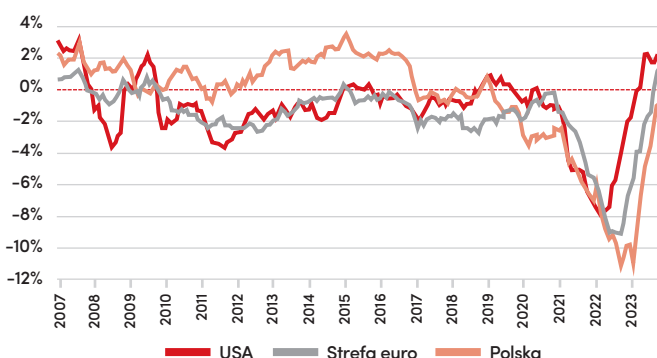
Przede wszystkim, nie możemy zapomnieć o restrykcyjności polityki monetarnej. To, że gospodarki – a głównie amerykańska – do tej pory były relatywnie odporne na wysokie stopy procentowe nie znaczy, że tych efektów nie zobaczymy w przyszłości. Fakt, że inflacja szybko spada, a stopy procentowe pozostawały

na niezmiennym poziomie powoduje bowiem, że **realne stopy procentowe cały czas idą w górę**. Innymi słowami, spadająca inflacja powoduje, że restrykcyjność polityki monetarnej się zwiększa.

Jednym z kanałów oddziaływania polityki monetarnej na sferę realną gospodarki jest obszar kredytowy. I to tutaj najszybciej widać efekty podwyżek stóp procentowych. W większości głównych gospodarek obserwowaliśmy **znaczące kurczenie się akcji kredytowej**, a przez to również spadek tempa wzrostu podaży pieniądza. **Najgorzej sytuacja wygląda w strefie euro**, gdzie kreacja nowych kredytów w gospodarce praktycznie zamarła w 2023 roku. Szacuje się, że pełny efekt spadku podaży pieniądza w gospodarce odczuwalny jest po 12-18 miesiącach. Największy wpływ zobaczymy więc w 2024 roku.

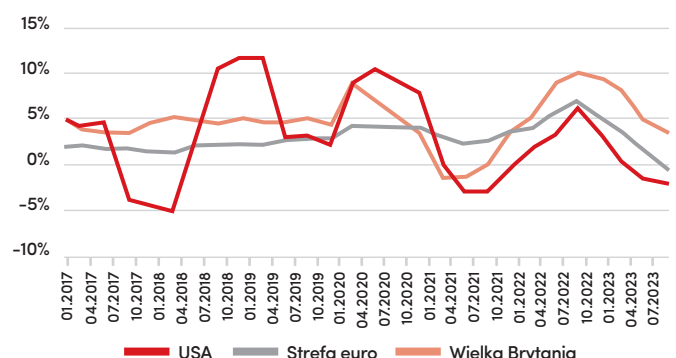
Wspomnieliśmy o pozytywnym zaskoczeniu gospodarki amerykańskiej w 2023 r. Nie należy jednak zapominać, iż **gospodarka strefy euro już w 2023 roku znalazła się na skraju recesji**. Szczególnie mizernie przedstawiał się sektor przemysłowy. Wprawdzie prognozy ekonomistów zakładają poprawę sytuacji w 2024 roku, jednak – naszym zdaniem – należy te oczekiwania traktować z dużą dozą ostrożności. I to jest kolejny

Realne stopy procentowe (USA, strefa euro, Polska)



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na 8.12.2023 r.

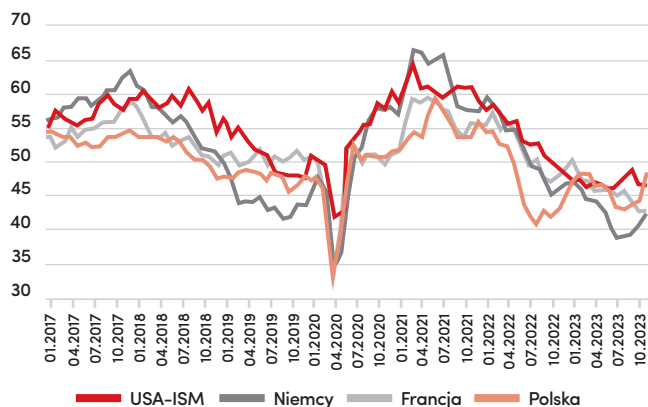
Przyrost nowych kredytów w gospodarce (USA, strefa euro oraz Wielka Brytania)



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na 8.12.2023 r.

argument, który studzi nasz entuzjazm dotyczący koniunktury gospodarczej w 2024 roku – konsensus rynkowy jest relatywnie optymistyczny. Widać to chociażby po prognozach wzrostu zysków firm wycenianych przez rynki akcyjne. **W naszej opinii jest więc sporo przestrzeni na... negatywne niespodzianki.**

Wskaźniki wyprzedzające koniunkturę gospodarczą (w pkt.) – indeks PMI (Niemcy, Francja, Polska) oraz ISM (USA)



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na 8.12.2023 r.

Kolejnym elementem, na który zwracamy uwagę w perspektywie 2024 r., jest sytuacja na **rynkach pracy**. Najważniejszym krajem jest tu oczywiście rynek amerykański, bo to od jego kondycji zależy „sposób i siła reakcji” Fedu (czyli – przede wszystkim – decyzje o poziomie stóp procentowych). Widać już dosyć jasno, iż sytuacja uległa tam znaczącej normalizacji i nie możemy już mówić o „przeegraniu”. **Zarówno przyrost nowych miejsc pracy, jak i wzrost płac, wyhamowały.** Co ciekawe, obserwowaliśmy również **powolny wzrost stopy bezrobocia**. Owszem, nie jest on jeszcze na poziomach, które byłyby alarmujące, natomiast warto pamiętać, iż **zmiany poziomu stopy bezrobocia często odbywają się w sposób nieliniarny i bywają**

dość gwałtowne (np. co do zasady tempo wzrostu bezrobocia w okresie recesyjnym znacząco przyspiesza).

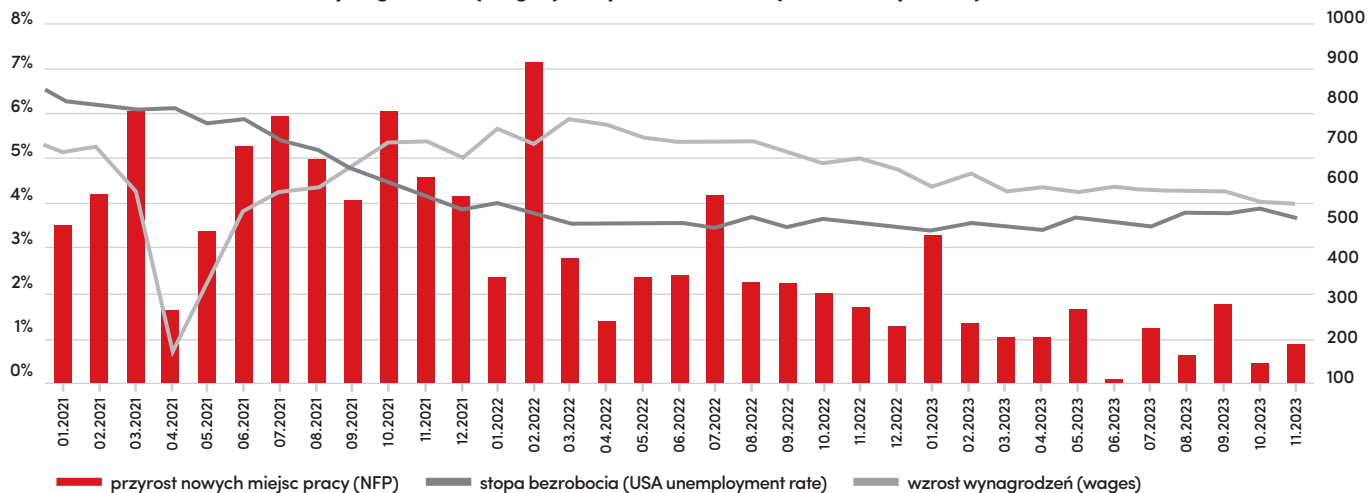
Ostatnim elementem, na który chcieliśmy zwrócić uwagę, jest **polityka fiskalna**, o której zrobiło się głośno w ostatnich miesiącach – głównie za sprawą obaw o finansowanie zadłużenia USA. Sytuacja jednak dotyczy nie tylko Stanów Zjednoczonych, a większości krajów rozwiniętych (oraz sporej grupy krajów rozwijających się). **Deficyty fiskalne w okresie pandemii koronawirusa (lata 2020–2021) rozrosły się do niespotykanych rozmiarów.** Rządy na całym świecie mają wciąż olbrzymie problemy ze sprowadzeniem relacji wydatków i dochodów do poziomów uważanych za bezpieczne. W rezultacie, pomoc rządowa w przypadku kolejnego spowolnienia gospodarczego czy kryzysu będzie wg nas bardzo ograniczona. **Nie ma po prostu miejsca na dalszy wzrost wydatków publicznych.**

Skoro oczekujemy w 2024 roku większego spowolnienia, a stymulacja fiskalna raczej nie będzie deską ratunkową, to **czego w takim razie oczekujemy po bankach centralnych?**

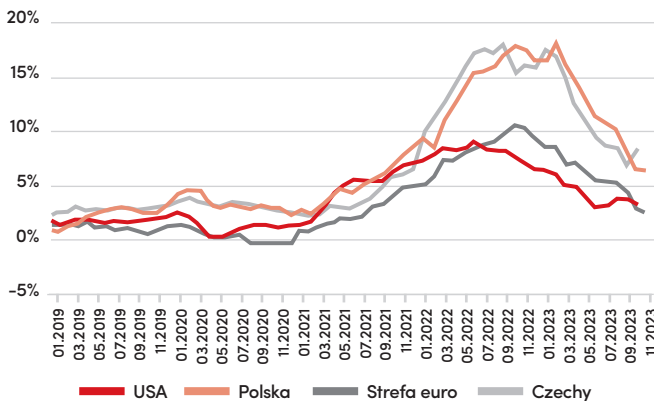
Wysoka inflacja przestaje już być problemem w większości krajów. Uważamy, iż 2024 będzie rokiem, kiedy **banki centralne zmienią swoje „jastrzębie” nastawienie i przejdą do luzowania polityki monetarnej.** Echa wysokiej inflacji z ostatnich dwóch lat oraz często przywoływane analogie do lat 70-tych powodują, że żaden bankier centralny nie chce przedwcześnie obwieścić sukcesu w walce z inflacją. Faktem jednak jest, iż nawet największe „jastrzębie” w bankach centralnych sygnalizują już koniec cyklu podwyżek stóp.

Pytaniem pozostaje więc, **kiedy zobaczymy pierwsze obniżki stóp procentowych w USA czy strefie euro.** Biorąc pod uwagę stan gospodarki w strefie euro, wydaje się nam, iż Europejski Bank Centralny (EBC) powinien być pierwszym bankiem, który złagodzi politykę monetarną (być może już nawet w pierwszej

Rynek pracy w USA: przyrost nowych miejsc pracy (NFP), dane w tys. – oś prawa; wzrost wynagrodzeń (wages), stopa bezrobocia (USA Unemp. Rate) – oś lewa.



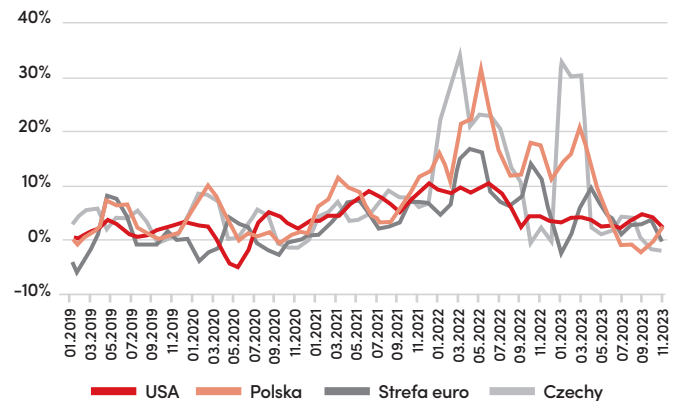
Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na 8.12.2023 r.

**Inflacja – w ujęciu 12-miesięcznym (r/r)
w USA, strefie euro, Czechach, Polsce**


Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na 8.12.2023 r.

połowie 2024). Amerykański Fed natomiast może pozwolić sobie na dłuższy okres wyczekiwania, jako że gospodarka amerykańska była do tej pory zaskakująco mocna.

Problemem dla inwestorów może być liczba już wycenionych obniżek stóp procentowych. Jednak w momencie, kiedy banki centralne decydują się rozpocząć cykl obniżek, następuje on zazwyczaj szybciej i skala obniżek jest większa niż to wyceniano przed rozpoczęciem cyklu.

Zaanalizowana (przeliczona w skali roku) średnia inflacja m/m z 3 miesięcy (USA, strefa euro, Czechy, Polska)


Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na 8.12.2023 r.

Warto wspomnieć, iż – w tym cyklu – wiele banków centralnych krajów rozwijających się może wyprzedzać działania głównych banków Fed oraz EBC. Zazwyczaj to rynki bazowe wyznaczają kierunek zmian, jednak **tym razem może się okazać, iż poszczególne kraje nie muszą czekać z obniżkami na Fed**. Widzimy to już selektywnie w kilku krajach (Brazylia, Chile, Polska, Węgry), natomiast w przyszłym roku wg nas może to być już dość powszechną sytuacją. **Działyoby to na korzyść obligacji rynków wschodzących w lokalnej walucie.**

Strategia rynkowa


Dariusz Kędziora

Dyrektor Zespołu Zarządzania Instrumentami Dłużnymi


Łukasz Tokarski

Zastępca Dyrektora Zespołu Zarządzania Instrumentami Dłużnymi, Zarządzający portfelem


Tomasz Pawluć

Zarządzający portfelem, Zespół Zarządzania Instrumentami Dłużnymi

W zeszłym roku pisaliśmy w perspektywach na 2023 r.: „od lat inwestorzy obligacyjni nie byli w tak dobrej sytuacji”. Czy w naszej opinii sytuacja się zmieniła w 2024 r.? Krótka odpowiedź brzmi – nie.

Stopy procentowe pozostają na wysokich poziomach. Wprawdzie na wielu rynkach inwestorzy wyceniają już znaczące obniżki stóp procentowych, ale banki centralne na razie nie spieszą się z obniżkami stóp. Powoduje to, że **mamy cały czas wysokie rentowności obligacji.**

W warunkach odwróconej krzywej dochodowości, gdy obligacje o krótszym terminie do wykupu mają wyższą rentowność

niż obligacje o dłuższym terminie do wykupu, rozwiązania dłużne krótkoterminowe cechuje relatywnie najwyższa rentowność w stosunku do innych typów strategii dłużnych. Stanowiący punkt odniesienia do dochodowości dla większości obligacji o zmiennym oprocentowaniu indeks WIBOR 6M kształtował się w grudniu 2023 r. na poziomie około 5,8%. Marże na większości skarbowych obligacji o zmiennym kupo-

nie pozostają istotnie dodatnie, znacząco powyżej średnich historycznych. W naszej opinii wysoką opłacalnością cechowały i w dalszym ciągu cechują się inwestycje w obligacje polskich emitentów denominowane w EUR i USD, nabywane przy równoczesnym zabezpieczeniu ryzyka walutowego.

Moment cyklu gospodarczego faworyzuje klasę aktywów, jakimi są obligacje stałoprocentowe, tym bardziej, iż inflacja ewidentnie schodzi w pobliże celów banków centralnych. Biorąc jednak pod uwagę bilans ryzyk i szans, **przesuwamy nasze preferencje z polskich obligacji w stronę obligacji zagranicznych.**

Rynek polskich obligacji skarbowych zanotował bardzo solidne wzrosty w 2023 r. i poziomy wydają się już odzwierciedlać bieżące dane makroekonomiczne. To, co działać będzie na niekorzyść polskiego długu, szczególnie na początku roku, to **rekordowe emisje ze strony krajowego Ministerstwa Finansów.** Do tego mamy w Polsce do czynienia cały czas z **ekspansywną polityką fiskalną oraz inflacją**, która w naszej opinii w całym 2024 roku będzie istotnie odbiegała od górnego pułapu celu inflacyjnego. Dodatkowo, **obserwujemy w Polsce postępujące ożywienie gospodarcze. Prognozy na przyszły rok plasują Polskę jako kraj z najwyższych wskaźników wzrostu gospodarczego w UE. Według nas czynniki te prawdopodobnie wpłyną na brak zmian stóp procentowych w pierwszej połowie roku.**

Na korzyść polskich obligacji w naszej opinii powinien jednak działać **powrót inwestorów zagranicznych**, którzy w ostatnich latach istotnie zmniejszyli zaangażowanie w polski dług. Oczekujemy, iż w 2024 roku ten trend się odwróci. Głównym powodem większego zainteresowania inwestorów zagranicznych będą **perspektywy umacniającej się waluty.** Drugim czynnikiem, który będzie sprzyjał polskim obligacjom, będzie oczekiwana przez nas **postępująca dezinflacja na świecie i perspektywy obniżek stóp procentowych przez Fed i EBC.** Bilans ryzyk dla polskich obligacji stałoprocentowych jest więc naszym zdaniem neutralny i takie też jest nasze nastawienie na 2024 rok.

Pomimo, iż **potencjał na dalsze wzrosty cen polskich obligacji wydaje się ograniczony, istnieje wiele innych rynków, gdzie upatrujemy okazji w 2024 r.** Wg nas na pewno takimi rynkami pozostają **rynki bazowe (USA oraz Niemcy).** Pod koniec 2023 r. obligacje tych krajów znacząco odrobiły straty z pierwszych trzech kwartałów, cały czas jednak poziomy rentowności są na atrakcyjnych poziomach. Tym bardziej, jeśli, tak jak pisaliśmy wcześniej, rok 2024 przyniesie negatywne niespodzianki.

Innym rynkiem, gdzie upatrujemy długoterminowej wartości, jest **rynek czeski**, gdzie mamy najlepszy profil inflacyjny w regionie Europy Środkowo-Wschodniej. Już w styczniu 2024 r. poziom inflacji CPI wyniesie tam ok. 3% r/r i będzie powoli zmierzał w stronę celu banku centralnego, który wynosi 2%

(+/- 1 p.p.). Patrząc na wskaźniki miesięczne w ciągu ostatnich 3 kwartałów, ceny wzrosły tam zaledwie o 1,2%. Wzrost gospodarczy jest jednym z najniższych w UE, a perspektywom nie pomaga zaaprobowany ostatnio program konsolidacji fiskalnej, którego efekty zobaczymy w 2024 r. **Wg nas czeski bank centralny niebawem rozpocznie cykl obniżek stóp procentowych** (który jest w dużej mierze spodziewany), natomiast, **naszym zdaniem, będzie on głębszy niż w tym momencie wycenia to rynek.**

Trendem na rynku obligacji skarbowych, który wydaje nam się będzie mocno zauważalny w przyszłym roku, będzie **stromienie się krzywych rentowności** (krzywa rentowności to – w uproszczeniu – wykres ilustrujący poziomy rentowności obligacji w zależności od ich terminu zapadalności; linia ta jest tym bardziej stroma – to jest nachylona pod większym kątem do poziomej osi wykresu szkolnie nazywanej X – im niższe są rentowności obligacji krótkoterminowych, a wyższe – rentowności obligacji długoterminowych). Są ku temu trzy główne powody. Po pierwsze, jak podkreślamy, oczekujemy iż **w 2024 r. będzie przestrzeń (a nawet w naszym przekonaniu wręcz konieczność) dokonania obniżek stóp procentowych.** Rynek będzie więc skłonny do kupna obligacji krótkoterminowych. Drugim elementem przemawiającym za stromieniem się krzywych będzie wspomniana już wcześniej **ekspansywna polityka fiskalna i kwestie podażowe (tj. duża emisja obligacji).** Skala potrzeb finansowych będzie wg nas cały czas ciężyć na obligacjach o najdłuższej zapadalności. Ostatnim elementem jest **proces zacieśniania ilościowego** (tj. pozbywania się przez banki centralne obligacji długoterminowych skupionych wcześniej w celu ratowania rynku), który postępuje w tle i ewidentnie wpływa na wzrost premii za posiadanie długoterminowych obligacji.

Biorąc to wszystko pod uwagę, **uważamy w naszym scenariuszu bazowym, iż obligacje z sektora do 5 lat, na rynkach, które opanowały inflację, przedstawiają w tym momencie największą wartość.**

Rok 2023 przyniósł powrót aktywności na rynku obligacji korporacyjnych w PLN, po około rocznym zastoju spowodowanym turbulencjami rynkowymi związanymi z podwyżkami stóp procentowych. Nowością w roku 2023 były na pewno duże emisje papierów bankowych związanych z koniecznością wypełnienia przez te instytucje wymogów MREL. Drugim ciekawym trendem była duża liczba dość wcześniej przeprowadzanych operacji wykupu obligacji przed terminem, w celu równoczesnej emisji nowych papierów o dłuższym terminie do wykupu. Pomimo spowolnienia gospodarczego, nie obserwowaliśmy pogorszenia jakości kredytowej emitentów. Ich sytuacja finansowa pozostaje w większości bardzo dobra. Tymczasem marże kredytowe są na znacząco podwyższonym poziomie. To – w naszej ocenie – tworzy **dobrze warunki do inwestowania w segmencie obligacji korporacyjnych i może się przełożyć na wysokie stopy zwrotu.**

Globalne obligacje korporacyjne



Karol Ciuk

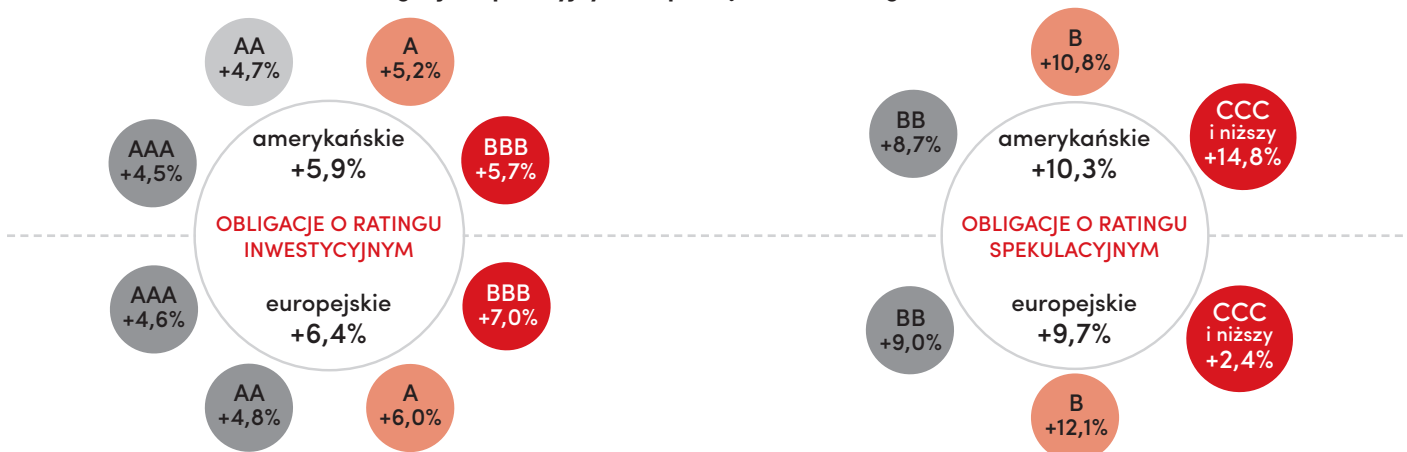
Dyrektor Zespołu
 Zarządzania Strategiami Globalnymi,
 Zarządzający portfelem

Za nami okres wyraźnej poprawy sytuacji na rynku globalnych obligacji korporacyjnych po dotkliwej przecenie, jakiej doświadczyliśmy w 2022 roku. Nie oznacza to jednak, że droga do wzrostów w 2023 roku była łatwa. Wręcz przeciwnie, zmienność na rynkach instrumentów dłużnych utrzymywała się na podwyższonym poziomie. Z drugiej strony, w warunkach coraz wyższych rentowności nastąpił wzrost zainteresowania inwestorów rynkami zagranicznych obligacji, co w naszej ocenie pozwala z optymizmem budować oczekiwania dotyczące stóp zwrotu także na 2024 rok.

Podwyższoną zmienność bardzo dobrze widać z perspektywy stóp zwrotu w różnych segmentach rynku, co zaprezentowane jest na grafice. Na szerokim rynku obligacji o ratingu inwestycyjnym, czyli tzw. „investment grade’ów” stopy zwrotu wyniosły ponad 6% w Europie (w euro) i nieznacznie mniej w Stanach Zjednoczonych (w dolarze amerykańskim) – według danych na 6. grudnia 2023 r., gdy pisany był ten tekst. W segmencie investment grade o najniższym ryzyku kredytowym, czyli ratingu AAA, zyski były niższe niż w grupie wyższego ryzyka, czyli BBB (4,5% vs 5,7% w przypadku rynku w USA). Wynika to z faktu, że przez większość 2023 roku spadały ceny (i rosły rentowności obligacji skarbowych), co wywierało negatywny wpływ także na rynek obligacji korporacyjnych, w szczególności tych bardziej wrażliwych na poziom stóp procentowych. Dobrze widać to po zachowaniu indeksu amerykańskich obligacji skarbowych (Bloomberg US Treasury Total Return Index), który zyskał zaledwie 2%. Z kolei obligacje o wyższym ryzyku kredytowym w większym stopniu ulegają wahaniom

na skutek wzrostu/spadku tzw. spread’ów kredytowych, które wpływają na rentowność obligacji korporacyjnych, kompensując inwestorom wyższe ryzyko upadłości emitentów. Na rynku długu o ratingu spekulacyjnym, tzw. „high yield’ów”, wyniki były wyższe, dzięki wyższej rentowności i spadkowi spread’ów kredytowych. Jednak w tej grupie rozpiętość stóp zwrotu była największa – stopy zwrotu od kilku do kilkunastu procent od początku 2023 roku. I tak np. indeks europejskich obligacji o bardzo wysokim ryzyku kredytowym, tj. CCC lub niższym zyskał zaledwie 2%, podczas gdy odpowiednik dla rynku amerykańskiego – blisko 15%. Tak dużą różnicę należy tłumaczyć lepszą koniunkturą gospodarczą w Stanach Zjednoczonych, co ograniczało liczbę upadłości i gorszą na rynku w Europie, gdzie wzrost gospodarczy oscylował w okolicy zera. Natomiast stopy zwrotu z szerokiego rynku obligacji high yield’owych były zbliżone w obu przypadkach i wyniosły ok. 10%, co należy uznać za bardzo dobry wynik, biorąc pod uwagę towarzyszącą temu niepewność gospodarczą.

Stopy zwrotu z wybranych indeksów oraz ratingów kredytowych amerykańskich i europejskich obligacji korporacyjnych od początku roku do 6 grudnia 2023 r.



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na 6.12.2023 r.

Jak zatem wyglądają, naszym zdaniem, perspektywy na rok 2024?

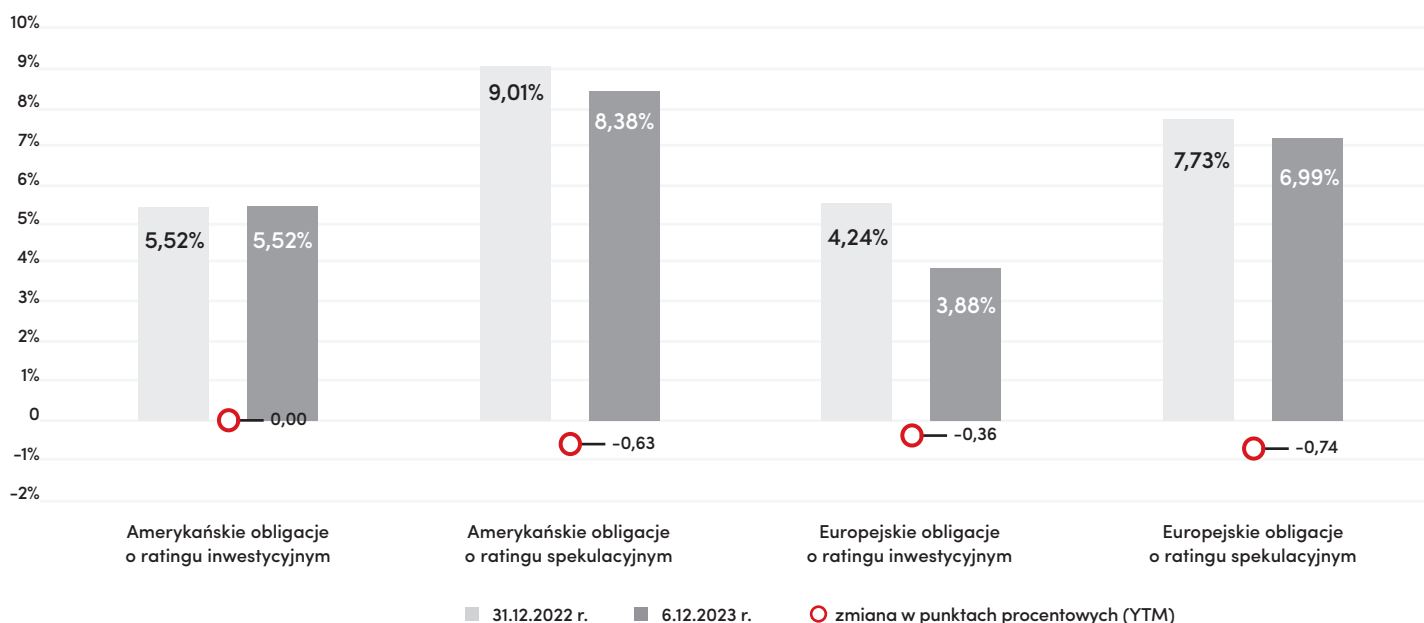
Kluczowe będzie zarówno zachowanie rentowności obligacji skarbowych, jak również spread'ów kredytowych. Jak wskazywaliśmy w poprzedniej części materiału, spread kredytowy odzwierciedla oczekiwania uczestników rynku co do ryzyka upadłości emitentów. Im wyższy/niższy w relacji do historycznych średnich, tym większe/mniejsze obawy inwestorów o kondycję przedsiębiorstw. Ponieważ od pewnego czasu sytuacja makroekonomiczna na świecie zaskakiwała pozytywnie względem dość nisko „zawieszonych” oczekiwań, spread'y uległy zawężeniu i w przypadku obligacji high yield w Stanach Zjednoczonych wynoszą ok. 379 pkt (średnia 5-cio i 10-cio letnia to odpowiednio 433 i 450 pkt), a w Europie 429 pkt (średnia 5-cio i 10-cio letnia to odpowiednio 426 i 402 pkt). Także na rynku obligacji investment grade sytuacja wygląda podobnie. W Stanach Zjednoczonych spread to 112 pkt (średnia 5-cio i 10-cio letnia to odpowiednio 129 i 131 pkt), a w Europie 143 pkt (średnia 5-cio i 10-cio letnia to odpowiednio 132 i 122 pkt). Warto odnotowania jest to, że w Stanach Zjednoczonych są to wartości poniżej historycznych średnich, a w Europie powyżej. Wynika to z podkreślanej wcześniej lepszej kondycji gospodarki amerykańskiej. Z tej perspektywy, w naszej opinii bardziej atrakcyjne wydają się papiery wartościowe notowane na Starym Kontynencie. Oczywiście, wiele zależy od przyszłej koniunktury gospodarczej. Agencja ratingowa Fitch Ratings w analizie opublikowanej w dniu 5.10.2023 r.¹, szacowała stopy bankructw w grupie obligacji o ratingu spekulacyjnym w Stanach Zjednoczonych (tzw. *default rate*) na poziomie 3 - 3,5% za 2023 rok oraz wzrost do poziomu 3,5 - 4,5% w roku 2024.

¹ [fitchratings.com/research/corporate-finance/lowering-2023-us-llf-default-forecasts-on-better-macro-2024-unchanged-05-10-2023](https://www.fitchratings.com/research/corporate-finance/lowering-2023-us-llf-default-forecasts-on-better-macro-2024-unchanged-05-10-2023)

Co warto odnotowania, **patrząc na poziom spread'ów kredytowych, inwestorzy zdają się wierzyć, że uda się uniknąć tzw. „twardego lądowania” światowej gospodarki.** Mimo to, po serii podwyżek stóp procentowych europejskiego i amerykańskiego banku centralnego, rentowności pozostały na wysokim poziomie, także te długu korporacyjnego. Poniższy wykres wskazuje, że w stosunku do końca 2022 roku rentowność obligacji korporacyjnych wprawdzie jest niższa, ale nieznacznie, bo o maksymalnie około 0,7 punktu procentowego. Poza amerykańskim długiem korporacyjnym o ratingu inwestycyjnym, gdzie pozostaje na tym samym poziomie. W przypadku obligacji o ratingu spekulacyjnym jest to dla indeksu szerokiego rynku od 7% do 8,4%, ale warto wspomnieć, że – po zabezpieczeniu ryzyka walutowego względem PLN – sięga już ponad 9%. To poziom, który w znaczącym stopniu kompensuje inwestorom wyższe ryzyko kredytowe. Dla długu o ratingu inwestycyjnym rentowności są niższe i – po zabezpieczeniu do polskiej waluty – przekraczają 6%.

Podsumowując, **pozostajemy w otoczeniu wysokich rentowności, co stanowi istotny argument za inwestycją na rynku obligacji korporacyjnych.** Wyższe stopy procentowe i – co za tym idzie – wyższy koszt finansowania przedsiębiorstw oznacza, że **pozostaniemy w otoczeniu podwyższonego ryzyka gospodarczego na świecie.** Dlatego **preferujemy emitentów o wyższym ratingu kredytowym, a relacja zysku do ryzyka wygląda lepiej w segmencie investment grade.** W przypadku długu high yield, silnym argumentem inwestycyjnym pozostaje wciąż wysoka rentowność, ale zwracamy uwagę na **potrzebę odpowiedniej selekcji emitentów do portfela inwestycyjnego.**

Rentowności wybranych grup obligacji korporacyjnych na 6 grudnia 2023 i koniec 2022 roku



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na 6.12.2023 r.

Globalne rynki akcji



Piotr Stopiński

Dyrektor Zespołu Zarządzania
 Akcjami Rynków Zagranicznych



Filip Lubka

Zarządzający portfelem,
 Zespół Zarządzania
 Akcjami Rynków Zagranicznych

Miniony rok obfitował w sytuacje oraz zdarzenia, których nie wymyśliłaby nawet sztuczna inteligencja... A skoro o tym fenomenie mowa – jeśli popatrzymy na 2023 rok z perspektywy rynków akcji – to właśnie sztuczna inteligencja była tą tematyką, która zdecydowanie wyróżniła się na plus – zarówno przez wpływ na przyszły wzrost gospodarczy, jak i wzrosty wybranych firm na giełdach.

Ale cały rok 2023 to na pewno scenariusz na dobry, trzymający w napięciu i obfitujący w zwroty akcji, film: upadki banków, napięcia geopolityczne, spore wahania cen surowców (w tym ropy naftowej oraz złota), spowolnienie gospodarcze w Chinach, niejasne przesłanki co do kolejnych kroków polityki monetarnej... Żeby tylko wymienić kilka przykładów. A – pomimo tych zawirowań – firmy pokazywały dobre wyniki finansowe. Stąd dziwi i równocześnie... nie dziwi, niezwykle zróżnicowane stopy zwrotu – w zależności od sektora. W efekcie – **widoczna była ogromna dysproporcja między sektorem z najwyższą a tym z najniższą stopą zwrotu**, która na dzień 12.12.2023 r. sięgała prawie 50%!

Patrząc w przód, nie można oprzeć się wrażeniu, że firmy nie mają pewności, co do sytuacji w jakiej będą operowały w najbliższych miesiącach. Znane problemy, wynikające z wyzwań makroekonomicznych i geopolitycznych, tonują bycze nastawienie i wskazują na **przeczekanie pierwszej części 2024 roku**. Uściślając, słabnący rynek pracy, trwające konflikty zbrojne oraz odczyty inflacji – spadające, ale jednak cały czas na podwyższonych poziomach, sprawiają, że zmienność może przychodzić falami. Generuje to oczywiście kluczowe pytanie – jak firmy będą kształtowały swoją politykę inwestycyjną. **Wydaje się nam,**

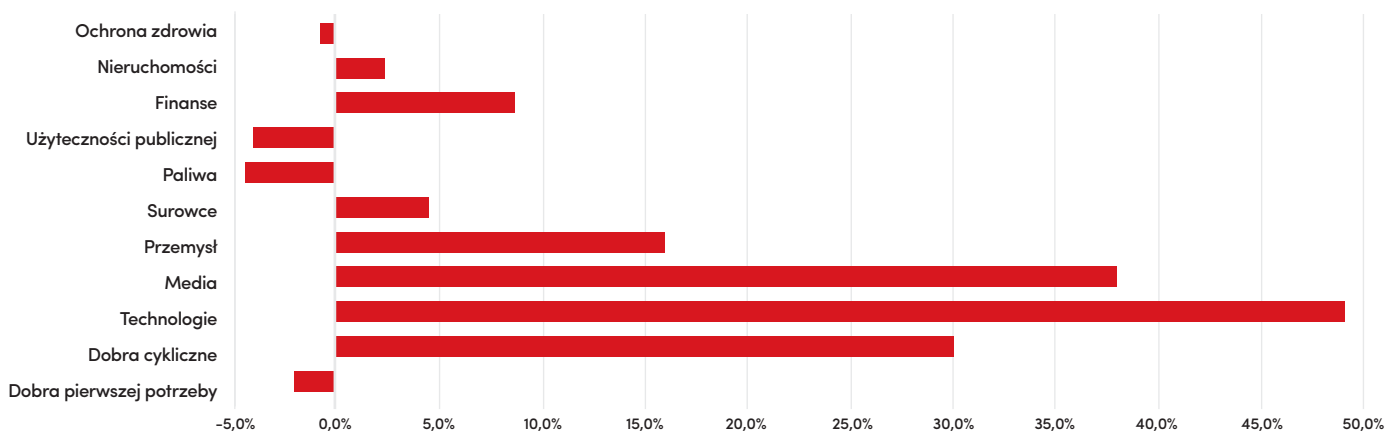
że pierwsza połowa 2024 roku może być momentem przeczekania, a ewentualne przyspieszenie pojawi się w drugiej połowie roku. Mówiąc wprost, wolniejsze wydatki inwestycyjne firm mogą negatywnie ciężać wzrostowi gospodarczemu w pierwszej połowie 2024 roku, a dopiero odbić się w jej drugiej połowie – co widoczne jest na wykresie.

Oczekiwania w obszarze nakładów inwestycyjnych dla przemysłu (Richmond Fed Manufacturing Expected CapEx)



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na 8.12.2023 r.

Sektory GICS. Stopy zwrotu w okresie od 01.01.2023 r. do 12.12.2023 r. w USD



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na 12.12.2023 r

Sytuacja na amerykańskim rynku pracy (Job Openings and Labor Turnover Survey)



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na 8.12.2023 r.

Wstępem do tego scenariusza jest powoli słabnący rynek pracy w USA oraz cały czas niskie odczyty aktywności w sektorze produkcyjnym, co obrazuje wykres powyżej.

Rynek „sam w sobie” nie wycenia spowolnienia, bo szeroki indeks rynku amerykańskiego (indeks S&P 500 grupujący pięćset firm notowanych w USA) – na podstawie wskaźnika ceny do zysku – jest w okolicach długoterminowej średniej. Natomiast, jeśli spojrzymy szerzej, to na pewno zwracają uwagę dwie kwestie. Po pierwsze, indeks odzwierciedlający stan rynku ilościowo a nie wagowo, pokazuje znaczną rozbieżność w stopie zwrotu od „tradycyjnego” indeksu (mowa o S&P 500 równoważony a S&P 500 liczony kapitalizacją firm). Tzn. przeciętna spółka w indeksie zyskała kilka razy mniej niż sam indeks, a **za wzrostami stoją głównie duże firmy technologiczne dzisiaj określane jako „magiczna siódemka”**. Różnice w stopach zwrotu prezentują się zgodnie z tabelą.

Stopy zwrotu w 2023 r.

Indeksy (w USD)	Od 1.01.2023 r. do 12.12.2023 r.
S&P 500	21,0%
S&P 500 liczony kapitalizacją firm	7,3%

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na 12.12.2023 r.

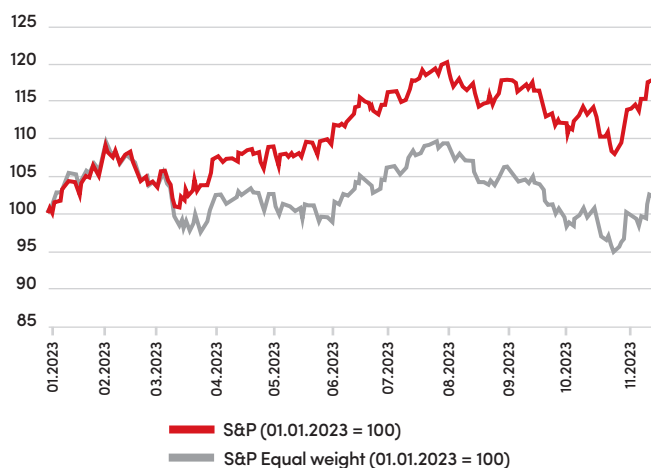
Druga sprawa to niska wycena oraz spadki najmniejszych firm na rynku amerykańskim – tych uwzględnianych w koszyku indeksu S&P Small Cap 600 (sześćset małych firm). **Dane wskazują, że małe firmy są prawie 26% tańsze niż te największe**, choć konsensus zakłada wyższe dynamiki wzrostu zysku na akcję w nadchodzącym roku.

Wytracenie rozpędu przez indeks mniejszych firm można właśnie porównać do gospodarki, w której coraz mniejsza

liczba firm wpływa – pozytywnie – na wzrost gospodarczy. **Słabość tego segmentu może sygnalizować spowolnienie w gospodarce USA, czy nawet recesję w niektórych sektorach.**

Na co w naszej ocenie zwracać uwagę, wypatrując jednak szans na znaczne odbicie? Wyznacznikiem zmiany trendu, oprócz wyceny, byłyby zapewne również **zmiana polityki pieniężnej na gołębią oraz powrót cyklu koniunkturalnego poprzez napływ zamówień**. Wydaje nam się, że rynek, który na początku roku podchodził bardzo zachowawczo do mijających 12 miesięcy, a potem skupił się na ścieżce inflacji i co za tym idzie trajektorii polityki monetarnej (tj. „jak długo banki centralne będą podnosić stopy”), nie zauważa, że dane makroekonomiczne pogarszały się od jakiegoś już czasu.

Zmienność indeksu S&P 500 na tle S&P 500 liczonego kapitalizacją firm



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na 8.12.2023 r.

Porównanie indeksu akcji S&P na rynku amerykańskim (duże spółki) z indeksem S&P Small cap 600 (indeks grupujący 600 małych firm notowanych w USA)

Indeksy (w USD)	Stopy zwrotu od 1.01.2023 r. do 12.12.2023 r.
S&P Small cap 600	5,8%
S&P 500	21,0%

Indeksy (w USD)	Oczekiwane P/E
S&P Small cap 600	15,9
S&P 500	21,4

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na 12.12.2023 r.

Indeks ISM dla USA (dane w pkt.)


Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na 8.12.2023 r.

Zachowanie się indeksu ISM dla USA w obszarze nowych zamówień (new orders) (dane w pkt.)


Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na 8.12.2023 r.

W tym czasie inflacja również spadła i szczególnie też inflacja PPI, która może być prekursorem spadków dla inflacji CPI. Natomiast wskaźniki aktywności gospodarczej pokazują, że trwamy już jakiś czas w spowolnieniu, a ewentualne odbicie musiałoby być widoczne szczególnie w zachowaniu indeksu ISM - nowe zamówienia. Sugeruje to, że spowolnienie jest już raczej w zaawansowanej fazie.

Jak zatem poradzić sobie w tak skomplikowanej sytuacji? W kontekście podwyższonej zmienności i niepewności, **stawiamy na stabilne biznesy, które budują swoją pozycję od lat i przez to nie muszą konkurować ceną w obliczu nasilonej konkurencji.** Takie biznesy często charakteryzują się też tym, że wypłacają dywidendę akcjonariuszom. **Stabilne i rosnące dywidendy są atrakcyjne w obliczu spowolnienia gospodarczego.** Naszą uwagę przykuwają firmy z sektora dóbr pierwszej potrzeby (po ang. *consumer staples*). Obecnie wyceniane są one z dyskontem do średniej historycznej, oferując defensywne modele biznesowe, które są beneficjentem inflacji dóbr, ale też potencjalnie spadków rentowności obligacji (wycena zależna od niższych stóp procentowych). Do tego często charakteryzują się **progressywną polityką dywidendową – biznes rośnie stabilnie i tym samym wzrasta dywidenda na akcję.** Natomiast na korektach może dominować podejście, aby zwiększać ekspozycje na biznesy w sekularnych trendach wzrostowych (tzw. megatrendy).

Takie podejście umożliwi w naszej opinii zbudowanie **bardziej defensywnych portfeli akcji w porównaniu do szerokiego rynku z potencjałem na partycypację w fazie odbicia.**

Krajowy rynek akcji



Piotr Grzeleński

Dyrektor Zespołu Zarządzania
Akcjami Rynku Krajowego



Piotr Sałata

Zarządzający portfelem,
Zespół Zarządzania Akcjami Rynku Krajowego

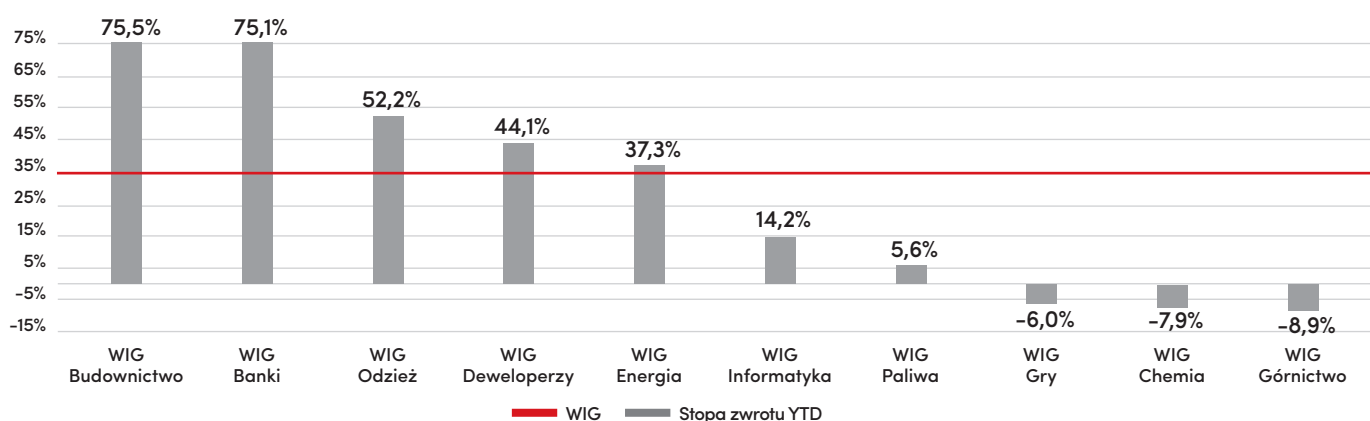
Rok 2023, pomimo wielu wyzwań jakie stały zarówno przed globalną, jak i naszą gospodarką, okazał się bardzo dobry dla krajowego rynku akcji. Szeroki indeks WIG wzrósł o ponad 34% (do 8.12.2023), a liderem wzrostów został indeks grupujący spółki o średniej wielkości. mWIG40 uwzględniając dochody z dywidend, wzrósł od początku roku do 8.12.2023 aż o blisko 42%. Te wyniki okazały się istotnie lepsze od szerokiego rynku akcji w skali globalnej, reprezentowanego przez indeks MSCI ACWI, który – mimo również bardzo dobrych rezultatów – odnotował wzrost wynoszący „tylko” 15,4%.

Należy jednak zauważyć, że droga do wyżej opisanych wzrostów była dość wyboista i okupiona zmiennością na rynkach finansowych. Pierwszą przeszkodą był kryzys w sektorze banków regionalnych w Stanach Zjednoczonych, który został relatywnie szybko zażegnany przez bezprecedensową reakcję zarówno Fed, jak i amerykańskiej administracji rządowej. Kolejnym istotnym wyzwaniem dla rynków papierów udziałowych, włączając rodzimy parkiet, był wzrost rentowności obligacji skarbowych w okresie od sierpnia do października. Wtedy to duża część rynków odnotowała korektę w obawie o restrykcyjność polityki monetarnej banku centralnego w Stanach Zjednoczonych. Jednak, pomimo tych zawirowań, sektor akcyjny w całym roku odnotował bardzo zadowalające stopy zwrotu. Wydarzeniami, które dodatkowo miały kluczowe znaczenie dla notowań nad Wisłą, były wybory parlamentarne oraz wyrok TSUE w sprawie kredytów hipotecznych w walutach obcych. Ostatecznie ta druga kwestia okazała się mieć względnie neutralny wydźwięk rynkowy. Bowiem banki, pomimo negatywnego wyroku, mając na uwadze ich siłę kapitałową oraz bieżące wyniki, są w stanie uporać się z dodatkowymi rezerwami.

Zdecydowanie przełomowym dla krajowego rynku akcji okazały się wyniki wyborów parlamentarnych z października 2023 r. Inwestorzy zagraniczni oczekujący pozytywnych zmian w kontekście ładu korporacyjnego niektórych spółek oraz potencjalnie bardziej łagodnego podejścia do nakładania dodatkowych obciążeń m.in. na sektor bankowy, postanowili zwiększyć swoje zaangażowanie inwestycyjne na GPW. Pozwoliło to odnotować krajowemu rynkowi akcji lepsze stopy zwrotu tej jesieni niż większość rynków rozwijających się.

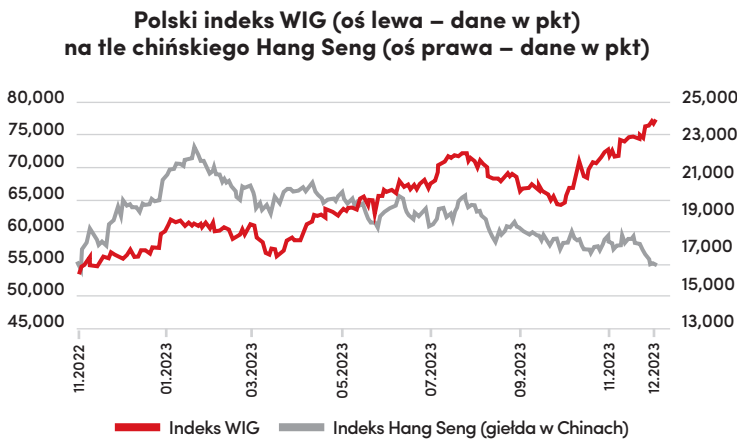
W rozbiciu sektorowym pozytywnie wyróżniły się sektory: banki oraz budownictwo. Szczególnie duży wpływ na wynik całego indeksu w 2023 roku miał właśnie sektor finansowy – z uwagi na jego duży udział w indeksach. Liderem stóp zwrotu był także segment deweloperów mieszkaniowych, który był beneficjentem programu „Bezpieczny kredyt 2 procent” oraz obniżenia stóp procentowych w drugiej połowie roku. Z drugiej strony, negatywnie do wyników całej giełdy w Polsce kontrybuowały spółki chemiczne, czy górnicze, które były obciążone m.in. niekorzystną globalną koniunkturą makroekonomiczną, w szczególności w Państwie Środka.

Zmiana wybranych indeksów sektorowych na tle indeksu WIG (YTD = od początku 2023 roku)



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na 8.12.2023 r.

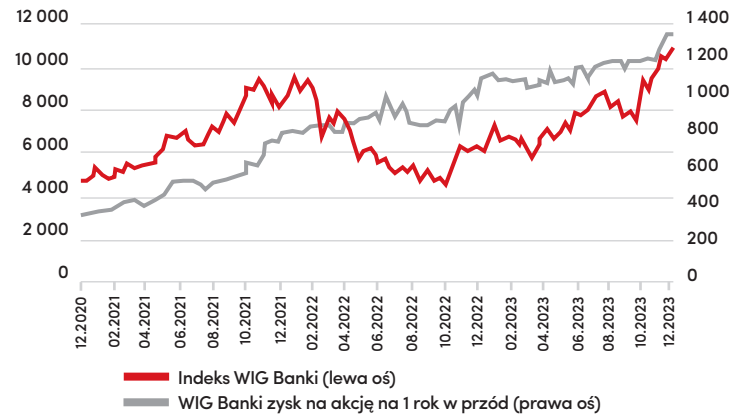
Ostatnie dwa lata były kumulacją negatywnych zdarzeń na arenie geopolitycznej o niebagatelny wpływ na postrzeganie Polski oraz regionu Europy Środkowej. Począwszy od **wojny w Ukrainie**, której skala, intensywność oraz czas trwania zaskoczyły większość obserwatorów, przez **rosnące napięcia między Chinami a Tajwanem**, a skończywszy na **konflikcie między Izraelem a Palestyną**. W tym kontekście bardzo dobre zachowanie polskiej giełdy w ostatnich kwartałach jest potwierdzeniem siły tego parkietu na tle globalnych rynków akcji. Zważywszy na fakt, że rynki powoli oswoiły się z wojną za polską granicą, natomiast konflikt na Bliskim Wschodzie jest relatywnie świeży, w komentarzu skupimy się na sytuacji w Azji i wpływie na polski parkiet. Giełda w Warszawie przez ostatnie lata była silnie skorelowana z **indeksem rynków wschodzących**, w tym głównym rynkiem akcji w Chinach, co wynika wprost z faktu, że jesteśmy w tym samym „koszyku” rynków wschodzących. Jak widać na poniższym wykresie, korelacja ta zaczęła jednak wyraźnie zanikać w ostatnich dwóch latach, co można interpretować jako chęć ucieczki inwestorów od chińskich problemów gospodarczych do regionów o silnych fundamentach. Dodatkowo, trend przenoszenia produkcji oraz łańcuchów dostaw bliżej rynków docelowych, zapoczątkowany podczas pandemii, wspiera długoterminowo polską gospodarkę, gdzie trafia część bezpośrednich inwestycji przenoszonych z Azji do Europy.



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na 8.12.2023 r.

W kontekście **perspektyw naszej giełdy na pierwszą połowę 2024 roku**, nadal kluczowym pozostaje sektor bankowy. Dla przykładu, sektor ten odpowiada za blisko 35% zachowania indeksu WIG20, a – jeśli włączymy do tego grona PZU S.A. – aż za 44%. Wykres „Średnia z oczekiwań analityków dla polskiego sektora bankowego” przedstawia stabilnie rosnące perspektywy wyników krajowego sektora bankowego na przestrzeni ostatnich 3 lat, co nie zawsze jednak pokrywało się z zachowaniem samego indeksu grupującego banki notowane w Polsce. Na wycenach banków przez ten czas

Średnia z oczekiwań analityków dla polskiego sektora bankowego – wskaźnik zysk na akcję



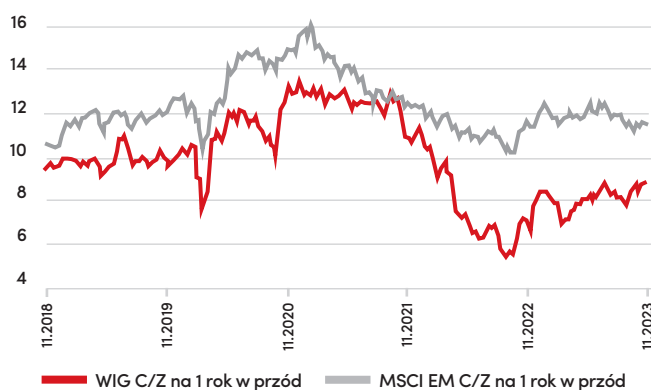
Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na 8.12.2023 r.

negatywnie odbiła się wojna w Ukrainie, czy ryzyko związane z kredytami frankowymi. Pomimo tych czynników, zyski sektora stabilnie rosły w czasie. Potencjalnie mniejszy koszt programu „wakacji kredytowych”, utrzymujące się relatywnie wysokie stopy procentowe, co przekłada się na dobry wynik odsetkowy, czy nadal niskie koszty ryzyka, mogą świadczyć o wciąż dobrych perspektywach tego sektora w 2024 roku. Dodatkowo, poziom stopy dywidendy może wg nas ponownie skłonić zarówno inwestorów krajowych, jak i zagranicznych, do przychylnego spojrzenia na tę część rynku, pomimo bardzo dobrych stóp zwrotu odnotowanych już w 2023 r.

Kolejnym sektorem, którego perspektywy na 2024 roku w naszych analizach prezentują się bardzo korzystnie, są **spółki z bezpośrednią ekspozycją na konsumpcję indywidualną**. Takie czynniki jak „Program 800+”, zwiększenie płacy minimalnej o 20%, czy wprowadzona przez nową koalicję rządzącą podwyżka płacy w sferze budżetowej (m.in. wzrost podstawy pensji dla nauczycieli o 30%) w 2024 r. będą wzmacniały **trend wzrostu dochodu rozporządkalnego**, którego jesteśmy świadkami już od drugiej połowy 2023 roku. Co więcej, niebagatelny wpływ na siłę konsumenta ma również trend dezinflacyjny, obserwowany od końca pierwszego kwartału 2023 r. Tym samym **wzrost płacy realnej** może przełożyć się na wyższe przychody w spółkach handlujących dobrami pierwszej potrzeby, jak żywność, czy w sektorze usługowym. Innymi wygranymi w takiej sytuacji mogą być np. spółki odzieżowe, czy gastronomiczne. Nawet w środowisku umiarkowanej lub podwyższonej inflacji, przy założeniu dodatniej realnej dynamiki wynagrodzeń, wyższe koszty będą przekładane na klienta końcowego, co powinno pozwolić co najmniej utrzymać marżowość z 2023 roku, przy wyższym poziomie przychodów. Finalnie, oznacza to w naszej opinii **nawet potencjał do poprawy zysków dla tych przedsiębiorstw**.

Niezmiennie, **wycenę krajowego rynku akcji postrzegamy atrakcyjnie w relacji do innych rynków rozwijających się.** Dla podstawowego wskaźnika cena do zysków prognozowanych na jeden rok w przód, szeroki indeks WIG notowany jest na poziomie ok. 8,8, co pomimo silnych wzrostów indeksu w 2023 r., nadal jest istotnie poniżej MSCI Emerging Markets, dla którego wskaźnik ten wynosi 11,5. Oznacza to blisko 23% dyskonta. Dla porównania, 2023 r. rozpoczynaliśmy z dyskontem krajowych akcji wynoszącym ok. 30%.

Dyskonto WIG do rynków rozwijających się na podstawie wskaźnika C/Z szacowanego jeden rok do przodu



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na 8.12.2023 r.

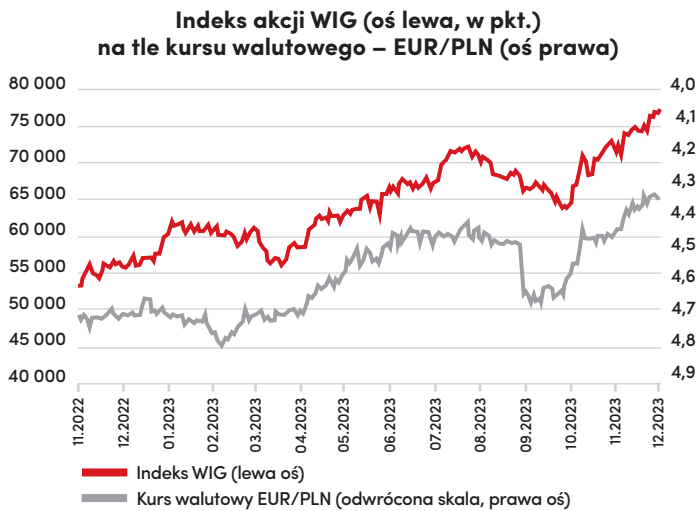
Opisane powyżej czynniki według nas **mogą w 2024 r. skłonić, w szczególności inwestorów zagranicznych, do zwiększenia swoich pozycji inwestycyjnych nad Wisłą.** Warto zaznaczyć, że już obecnie inwestorzy spoza Polski generują największy udział w obrotach na GPW. Tymczasem wcześniej, w szczególności do końca pierwszej połowy 2023 r., znaczna część inwestorów ograniczała poziom zaangażowania w Polskę do minimum. Zatem, jeżeli tylko część dużych funduszy zagranicznych zdecyduje się choćby na zneutralizowanie swojej pozycji względem swoich benchmarków (indeksów odniesienia), **może to oznaczać relatywnie silny i stabilny napływ nowego kapitału na nasz rynek w nadchodzącym czasie.** Uzupełnieniem obrazu przepływów kapitałowych jest również analiza segmentu lokalnego (tj. inwestorów krajowych). W tym kontekście, duży gracz jakim są fundusze OFE, w 2024 r. może wg nas być **względnie neutralny** – odpływy kapitałów wynikające z płatności tzw. „suwaka” do ZUS powinny być pokrywane, w skali całego roku, z dywidend oraz nadal utrzymujących się napływów do funduszy od obecnie płacących składki członków (nieco ponad 20% bazy klientów). Zastrzyku nowego kapitału na krajowej giełdzie można według nas spodziewać się ze strony **funduszy PPK**, które – po ostatniej rundzie automatycznego zapisu wiosną 2023 r. – notują ponad 500 mln PLN napływu nowych środków w skali miesiąca. Z tej kwoty około połowa trafia do

segmentu akcyjnego ogółem a na krajowy rynek akcji około 200 mln PLN w skali miesiąca. Niewiadomą pozostają przepływy do krajowych TFI inwestujących w akcje, jednak zakładając ich neutralny charakter w 2024 roku, po okresie odpływów na przestrzeni ostatniego roku, to **ogólny obraz przepływów kapitałowych, prezentuje się w naszej ocenie pozytywnie dla krajowego parkietu.**

W ramach opisanej powyżej charakterystyki rynku akcji – naszym zdaniem – **w 2024 r. lepiej powinny zachowywać się spółki o wyższej kapitalizacji rynkowej**, które z uwagi na swoją płynność mogą być **naturalnym wyborem dla inwestorów zagranicznych**, chcących ponownie zainwestować w naszym kraju. **Nie oznacza to jednak złego środowiska dla spółek średnich i mniejszych**, które mają bardziej unikatowy i elastyczny model biznesowy. Jednak, w tym kontekście, **kluczowa będzie odpowiednia selekcja oraz poszukiwanie przewag komparatywnych w ramach danych sektorów.**

Inwestorzy zagraniczni, podejmując decyzje inwestycyjne, muszą zawsze brać pod uwagę **kontekst zmian kursów walutowych.** Częstym standardem jest niezabezpieczanie kursu waluty. W przypadku inwestycji w polskie aktywa, umocnienie złotego dodaje dodatkową stopę zwrotu ponad potencjalny zysk z akcji i obligacji, jednocześnie przyciągając dalsze inwestycje. Dodatkowo złoty, jako waluta regionu o podwyższonym ryzyku, najczęściej umacnia się w okresie dobrego sentymentu na rynkach akcji. Na wykresie „Indeks akcji WIG na tle kursu walutowego – EUR/PLN” widać, że – wraz z ostatnim umocnieniem złotego – dobrze zachowywał się rynek akcji. Przy uwzględnieniu kursu walutowego ubiegłoroczna stopa zwrotu z WIG w EUR i USD przekroczyła 40%. Pamiętajmy, że **kurs walutowy – poza wpływem na postrzeganie giełdy i stopy zwrotu – istotnie oddziałuje na strefę realną gospodarki, gdzie ocena jego wpływu nie jest jednoznaczna.** Z perspektywy mikro, a w tym przede wszystkim w kontekście segmentów na GPW, umocnienie złotego pozytywnie wpływało na spółki konsumenckie, w tym te, które w dużej mierze taniej importują swoje dobra. Dodatkowo, mocniejszy złoty obniża dynamikę inflacji, zwiększając poziom dochodu dysponowanego. Z drugiej strony, silna waluta jest jednak czynnikiem, który może wspierać dalsze obniżki stóp procentowych, co odbija się na marży odsetkowej w sektorze bankowym, stanowiącym kręgosłup WIG.

Mocna waluta, w środowisku rosnących kosztów oraz wzrostu wynagrodzeń, buduje **nierównowagi w gospodarce.** Eksporterzy podwójnie czują oddech na marżach, zarówno od strony kosztów, jak i przychodów denominowanych w innych walutach po przeliczeniu na złotego. Na giełdzie sektorami istotnie dotkniętymi tymi negatywnymi czynnikami są eksporterzy, w tym firmy przemysłowe czy producenci gier, którzy najczęściej są „biorcami” cen i nie mogą, tak jak firmy krajowe,



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na 8.12.2023 r.

przerzucać wyższych kosztów na ceny na globalnych rynkach. **Może zatem nasunąć się pytanie o trwałość umocnienia złotego. Patrząc na bardzo pozytywny w naszej ocenie potencjał polskiego rynku akcji w 2024 roku, należy też pamiętać o ryzykach.** Poza opisaną powyżej presją na eksporterów, należy pamiętać też o firmach przemysłowych działających lokalnie, które cały czas borykają się ze wzrostem wynagrodzeń oraz wątplym popytem na dobra trwałego użytku. Z perspektywy wyceny pozostała nam do zamknięcia luka wskaźnikowa w stosunku do pozostałych rynków wschodzących. Jednak po istotnych wzrostach w czwartym kwartale 2022 oraz całym 2023 r., dziś wycena polskiej giełdy jest zbliżona do średniej z ostatnich pięciu lat. Oczywiście przytoczone powyżej argumenty przemawiają za tym, że można się spodziewać dalszego wzrostu wskaźników, jednak z pewnością „najniżej wiszące owoce” w postaci ekstremalnie niskiej wyceny z końca 2022 r. zostały już zerwane i trudno będzie oczekiwać tak wysokich stóp zwrotu jak w ostatnich kwartałach.

Wyzwaniem na najbliższe kwartały dla polskiej gospodarki będzie **poziom długi publiczny, rosnący koszt jego obsługi** w miarę zapadania obligacji emitowanych w okresie „zerowych” stóp procentowych oraz konieczność sięgnięcia głębiej – po nowe środki, w celu finansowania społecznych i prokonsumenckich programów. Jeżeli wyeliminujemy potencjalne podwyżki podatku dochodowego od osób fizycznych, pozostają nam **podatki pośrednie lub sektorowe, które mogą dotknąć wybrane spółki i odbić się na zachowaniu szerokiego indeksu.**

Podsumowując, **pozostajemy pozytywnie nastawieni do krajowego rynku akcji**, pomimo odnotowanych wysokich stóp zwrotu w 2023 roku. Potencjał do re-ratingu rodzimego parkietu, względem innych rynków rozwijających się według nas nadal występuje, w szczególności, gdy inwestorzy zagraniczni dostrzegą dobre fundamenty makroekonomiczne polskiej gospodarki, wspartej m.in. **środkami z KPO**, których pierwsze transze zostały już uruchomione. Poza **lokalnymi czynnikami ryzyka** opisanymi powyżej, pozostają również **zagrożenia zewnętrzne**. Podstawowym z nich jest ewentualne „twarde lądowanie” – **to jest ostre spowolnienie lub wręcz recesja – najważniejszej gospodarki świata, czyli w Stanach Zjednoczonych**. Warto jednak dodać, że nie jest to obecnie scenariusz bazowy dla szerokiego grona uczestników rynku kapitałowego. Jeśli tylko zewnętrzne giełdy nie będą „zbyt przeskadzane”, to rok 2024 r. zapowiada się w naszej opinii również bardzo dobrze dla rodzimego rynku akcji.

Podsumowanie



Jacek Babiński

Wiceprezes Zarządu
odpowiedzialny za Pion Zarządzania Aktywami

Zgodnie z naszymi założeniami, rok 2023 okazał się nieporównywalnie lepszy niż rok 2022. Bardzo silna dezinflacja i spadek rentowności pozwolił na realizację naszego taktycznego scenariusza na rynku polskich obligacji. Przyniosło to znaczące zyski w strategiach zarówno długo-, jak i krótkoterminowych. Natomiast, mimo przejściowego tąpnięcia na przełomie lata i jesieni, mocniejszy od oczekiwań był rynek akcji.

W naszej ocenie okres relatywnie lepszego zachowania krajowych obligacji skarbowych dobiega już końca, a w pierwszych miesiącach roku 2024 możliwy jest także średnio-terminowy dotek inflacji w Polsce. W perspektywie początku 2024 r. pozytywnie patrzymy zarówno na obligacje z krótkiego, jak i długiego końca polskiej krzywej rentowności, jednak w perspektywie całego 2024 roku wyraźnie preferujemy już krótki koniec.

Jednocześnie odnotowujemy bardzo wyraźny wzrost atrakcyjności obligacji skarbowych z rynków bazowych (tzw. rynki „core”) np. amerykańskich czy niemieckich, które w roku 2024 preferujemy względem krajowych.

Nadal ciekawym segmentem są według nas globalne obligacje korporacyjne o ratingu inwestycyjnym.

Z uwagi na raczej kruche globalne makro, ostrożnie patrzymy na globalne rynki akcji, a większego potencjału upatrujemy na wybranych segmentach polskiej giełdy. Dlatego, przypominając o ryzykach globalnych (także tych geopolitycznych), przy lekko negatywnym nastawieniu do światowych rynków akcji, pozytywnie patrzymy na rynek akcji w Warszawie.

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


Stopy zwrotu oraz wybrane indeksy (stan na 29.12.2023)

rynek	indeks	poziom bieżący	miara zmiany	zmiana narastająca do 29.12.2023 r.						stopa zwrotu - w latach kalendarzowych		
				1 M	3 M	6 M	12 M	5 Y	10 Y	2023	2022	2021
WALUTY												
euro	dolar	1,10	%	1,39	4,41	1,19	3,12	-3,54	-20,01	3,12	-5,85	-6,93
dolar	jen	141,04	%	-4,83	-5,58	-2,27	7,57	27,90	34,13	7,57	13,94	11,46
euro	złoty	4,34	%	-0,28	-6,10	-2,02	-7,30	0,98	4,73	-7,30	2,14	0,58
dolar	złoty	3,94	%	-1,60	-10,02	-3,15	-10,04	4,70	31,01	-10,04	8,42	8,09
frank	złoty	4,68	%	2,35	-2,11	3,05	-1,15	22,38	38,24	-1,15	6,98	4,82
SUROWCE												
ropa (WTI)	baryłka (Nowy Jork)	71,65	%	-5,67	-21,08	1,43	-10,73	58,06	-27,84	-10,73	4,25	58,68
miedź	tona (Londyn)	8559,00	%	1,12	3,49	2,93	2,23	42,72	16,05	2,23	-13,87	25,17
złoto	uncja (Londyn)	2062,98	%	1,30	11,60	7,48	13,10	61,08	72,41	13,10	-0,28	-3,64
Indeks surowców	Bloomberg Commodity Index (USD)	98,65	%	-3,10	-5,91	-2,79	-12,55	27,13	-22,41	-12,55	13,75	27,05
Indeks surowców	NYSE Arca Gold Miners (USD)	876,44	%	1,11	16,92	4,79	8,81	51,21	52,36	8,81	-10,27	-10,87
RYNEK PIENIĘŻNY												
USA	USDLIBOR 3 M	5,59	bps	-3,80	-6,41	4,76	82,57	279,60	534,64	82,57	455,82	-2,93
Euro	EUROLIBOR 3 M	3,91	bps	-5,50	-4,30	33,20	177,70	421,90	362,10	177,70	270,40	-2,70
Polska	WIBOR 3 M	5,78	bps	5,00	11,00	-102,00	-114,00	416,00	317,00	-114,00	448,00	233,00
OBLIGACJE												
USA 10 Y	rentowność (yield)	3,88	bps	-44,73	-69,20	4,24	0,43	116,09	90,88	0,43	236,47	59,69
Niemcy 10 Y	rentowność (yield)	2,02	bps	-42,30	-81,50	-36,80	-54,70	178,20	9,40	-54,70	274,80	39,20
Polska 10 Y	rentowność (yield)	5,20	bps	-31,30	-71,00	-57,40	-166,00	237,80	85,60	-166,00	319,10	243,60
US IG	ICE BofAML US Corporate Index	3238,50	%	4,03	7,91	4,99	8,39	14,13	33,97	8,39	-15,45	-0,95
EU IG	ICE BofAML Euro Corporate Index	293,23	%	2,75	5,54	5,85	8,01	0,34	14,75	8,01	-13,95	-1,02
US HY	ICE BofAML US High Yield	1590,04	%	3,67	7,06	7,61	13,44	29,11	55,56	13,44	-11,22	5,36
EUR HY	ICE BofAML Euro High Yield	343,82	%	2,88	5,55	7,31	12,00	17,22	39,75	12,00	-11,48	3,35
AKCJE												
USA – szeroki rynek	S&P 500	4769,83	%	4,42	11,24	7,18	24,23	91,89	159,08	24,23	-19,44	26,89
USA – duże spółki	DJIA	37689,54	%	4,84	12,48	9,54	13,70	63,42	128,36	13,70	-8,78	18,73
USA – średnie spółki	Russell Mid Cap Value	5743,64	%	7,79	12,11	7,11	12,71	71,10	121,95	12,71	-12,03	28,34
USA – małe spółki	Russell 2000 Value	16259,97	%	12,45	15,26	11,85	14,65	61,87	92,77	14,65	-14,48	28,27
Euro – szeroki rynek	STOXX Europe 600	1136,87	%	3,83	6,71	4,46	15,80	61,33	90,12	15,80	-10,64	24,91
Euro – małe i średnie	STOXX Europe 200 Small	692,80	%	6,65	8,96	6,31	12,34	42,75	78,64	12,34	-23,99	22,85
Niemcy	DAX	16751,64	%	3,31	8,87	3,74	20,31	58,65	75,37	20,31	-12,35	15,79
Wielka Brytania	FTSE250	19689,63	%	7,99	7,71	6,91	4,44	12,74	23,83	4,44	-19,71	14,61
Japonia	NIKKEI 225	33464,17	%	-0,07	5,04	0,83	28,24	67,20	105,41	28,24	-9,37	4,91
Emerging Markets	MSCI EM	1023,74	%	3,71	7,45	3,46	7,04	6,35	2,18	7,04	-22,37	-4,59
Region Pacyfiku	MSCI AC Asia Pacific ex Japan	1562,64	%	4,68	7,89	4,37	7,69	27,78	51,86	7,69	-17,19	-2,65
Greater China	45% MSCI China 10/40	1748,30	%	-2,08	-4,38	-6,97	-13,13	-19,25		-13,13	-23,29	-21,36
Ameryka Łacińska (Lat. Am)	MSCI Emerging Markets Latin Am.	2662,81	%	7,74	15,70	9,13	25,11	3,64	-16,94	25,11	-0,07	-13,13
Europa Wsch. + Bliski Wschód	MSCI EM Europe & Mid. East	200,52	%	4,27	6,64	4,59	6,81	-18,22	-46,29	6,81	-37,05	19,66
Rosja	RTSI \$	1083,48	%	-2,83	7,53	10,23	11,63	1,63	-24,90	11,63	-39,18	15,01
Węgry	BUX	60620,01	%	4,74	8,56	20,03	38,42	54,88	226,54	38,42	-13,66	20,63
Czechy	PX	1414,02	%	1,79	4,80	10,89	17,67	43,33	42,97	17,67	-15,73	38,84
Brazylia	BOVESPA	134185,24	%	5,38	15,12	13,63	22,28	52,68	160,52	22,28	4,69	-11,93
Indie	S&P BSE SENSEX	72240,26	%	7,84	9,74	11,62	18,74	100,24	241,67	18,74	4,44	21,99
Chiny	SHCOMP	2974,94	%	-1,81	-4,36	-7,09	-3,70	19,29	41,83	-3,70	-15,13	4,80
Polska – szeroki rynek	WIG	78459,91	%	5,65	19,97	16,61	36,54	36,00	52,99	36,54	-17,08	21,52
Polska – duże spółki	WIG20	2342,99	%	5,77	22,31	13,72	30,75	2,91	-2,42	30,75	-20,95	14,26
Polska – średnie spółki	mWIG40	5785,21	%	4,46	17,20	19,23	39,26	47,98	72,94	39,26	-21,49	33,07
Polska – małe spółki	sWIG80	22904,49	%	6,56	10,79	5,54	30,91	116,67	59,76	30,91	-12,76	24,60

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 29.12.2023 r.

Prognozy makroekonomiczne

WZROST PKB (%)			INFLACJA (%)			KURSY WALUTOWE (4 kw.)		
	2024	2025		2024	2025		2024	2025
Polska	2,8	3,4	Polska	5,2	4,0	USDPLN	3,92	3,94
Stany Zjednoczone	1,3	1,7	Stany Zjednoczone	2,6	2,3	EURPLN	4,35	4,35
Strefa Euro	0,5	1,4	Strefa Euro	2,5	2,1	CHFPLN	4,39	4,35
Chiny	4,5	4,5	Chiny	1,4	1,8	GBPPLN	4,94	4,94
Kraje rozwijające się	4,0	4,1	Kraje rozwijające się	6,9	4,1			
Kraje rozwinięte	1,1	1,7	Kraje rozwinięte	3,8	2,8			

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 8.01.2024 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 – (z angielskiego: *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.

Fed – System Rezerwy Federalnej, czyli bank centralny Stanów Zjednoczonych. Potoczna nazwa Fed to skrót z języka ang. od pierwszego członu nazwy „*Federal Reserve System*”. Fed nie ma właściciela, jest instytucją niezależną (a przynajmniej formalnie). Z kolei za kształtowanie poziomu stóp procentowych w USA odpowiada Federalny Komitet ds. Otwartego Rynku (z angielskiego: *Federal Open Market Committee, FOMC*).

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 dekonjunkturę gospodarczą.

Inflacja CPI (z angielskiego: *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 PPI (z angielskiego: *Producer Price Index*) – wskaźnik pokazujący zmiany cen na etapie produkcji / u producenta.

Job Openings and Labor Turnover Survey – badanie ofert pracy i rotacji pracowników (JOLTS) to comiesięczny raport amerykańskiego Biura Statystyki Pracy (BLS) Departamentu Pracy Stanów Zjednoczonych, w którym zlicza się wolne miejsca pracy i odejścia, w tym liczbę pracowników dobrowolnie rezygnujących z pracy. BLS przeprowadza ankietę wśród ponad 20 000 firm i urzędów rządowych, aby oszacować liczbę wolnych miejsc pracy, zatrudnień i odejść w USA uwzględnionych w miesięcznym raporcie o zatrudnieniu.

MREL (z angielskiego: *minimum requirement for own funds and eligible liabilities*) – wymogi dotyczące funduszy i zobowiązań, które mogą zostać umorzone lub zamienione na kapitał w razie przymusowej restrukturyzacji. Ustanowienie tych wymogów wynika z faktu, że gdyby bank miał zbyt mały poziom funduszy i zobowiązań wynikających z MREL, może to spowodować, że koszty jego „ratowania” w ramach przymusowej restrukturyzacji musieliby ponieść klienci albo państwo. A jest to sprzeczne z unijnym prawodawstwem (dyrektywa BRR). Na rynku polskim przepisy te działają od początku 2024 roku.

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.

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

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

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

Źródło: Bloomberg, rating S&P

Richmond Fed Manufacturing Expected CapEx Index – to miesięczny indeks złożony, który reprezentuje średnią ważoną warunków biznesowych firm produkcyjnych w wyznaczonym regionie. Indeks koncentruje się między innymi na nowych zamówieniach, zatrudnieniu i dostawach. Informacje są otrzymywane od setek respondentów z sektora produkcyjnego. Wskazuje perspektywy dla ich działalności na kolejne miesiące.

Sektory GICS (Globalny Standard Klasyfikacji Przemysłu) – jedna z dwóch najpopularniejszych na świecie tego typu klasyfikacji. GICS został opracowany wspólnie przez Morgan Stanley Capital International (MSCI) i Standard & Poor's. Celem podziału jest przyporządkowanie przedsiębiorstw do konkretnego sektora gospodarki i grupy branżowej, która najlepiej definiuje ich działalność biznesową. GICS definiuje 11 sektorów gospodarki. Są one dalej podzielone na 24 grupy branżowe.

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

Stromienie/Wypłaszczenie się krzywej dochodowości

– Krzywa dochodowości – najbardziej popularna dotyczy obligacji rządowych. W uproszczeniu obrazuje ona rentowność obligacji (o zbliżonym ryzyku), ale o różnym terminie zapadalności. Przedstawia zatem wartości rentowności dla obligacji o krótkich terminach zapadalności (rok, dwa lata) aż do tych najdłuższych (dziesięć a czasami nawet i 50 lat). Krótki koniec krzywej rentowności znajduje się po lewej stronie wykresu. Reprezentuje rentowność obligacji o krótkich terminach. Natomiast „długi koniec” – po przeciwnej. Zazwyczaj rentowności krótkich obligacji są niższe niż tych dłuższych. Połączenie tych wartości – daje linię wznoszącą się z lewej strony ku prawej. Wypłaszczenie krzywej rentowności w uproszczeniu ma miejsce, gdy rentowności na „krótkim końcu”, są na zbliżonym poziomie jak na długim. Linia staje się bardziej płaska. Mówiąc z kolei o stromieniu mamy na myśli sytuację, gdy linia staje się bardziej stroma, czyli wartości rentowności na długim końcu krzywej stają się relatywnie wyższe niż na krótkim końcu.

Wskaźnik cena/zysk (z angielskiego: 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. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym materiale, wyrażają wyłącznie opinię ich autora. Powielanie, publikowanie bądź rozpowszechnianie w jakikolwiek inny sposób całości lub części materiału bez zgody Pekao TFI S.A. jest zabronione.

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

Jest to materiał reklamowy. Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej należy zapoznać się z prospektem informacyjnym odpowiedniego funduszu zawierającym szczegółowy opis czynników ryzyka związanego z inwestowaniem i zwięzły opis praw uczestników, a także Dokumentem zawierającym kluczowe informacje oraz – w przypadku specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego – Informacją dla klienta alternatywnego funduszu inwestycyjnego, które, wraz z tabelami opłat i sprawozdaniami finansowymi funduszy/subfunduszy, dostępne są w języku 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.

Pekao Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, 01-066 Warszawa, ul. Burakowska 14, 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, postępująca się numerem NIP 521 11 82 650. Kapitał zakładowy: 50 504 000 złotych, łączna kwota uiszczonych wkładów równa kapitałowi zakładowemu. Pekao TFI S.A. działa na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego.

Data sporządzenia komentarza: 12.12.2023 r.



Pekao TFI

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych

MATERIAŁ REKLAMOWY

TFI ROKU

PRESTIŻOWA NAGRODA DLA PEKAO TFI



Statuetka „Byki i Niedźwiedzie”

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

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

(opłata wg cennika operatora)

*dla dzwoniących z zagranicy oraz telefonów komórkowych

Niniejszy materiał nie stanowi oferty w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - Kodeks cywilny, usługi doradztwa inwestycyjnego oraz udzielania rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych lub ich emitentów w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi, a także nie jest formą świadczenia pomocy prawnej ani doradztwa podatkowego. Treści zawarte w materiale nie spełniają definicji badań inwestycyjnych, o których mowa w art. 36 ust. 1 pkt a) i b) rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Materiału nie należy traktować jako informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną i rekomendacji inwestycyjnej opisanych w art. 3 ust. 1 pkt 34) i 35) rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 roku w sprawie nadużyć na rynku. **Jest to materiał reklamowy.** Pekao Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, 01-066 Warszawa, Burakowska 14, 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.



Pekao Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

ul. Burakowska 14
01-066 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