

Perspektywy rynkowe



SCENARIUSZE DLA RYNKÓW NA II PÓŁROCZE 2021 ROKU

Data sporządzenia: czerwiec 2021 r.

W obecnym otoczeniu gospodarczym trudno oczekiwać załamania giełdowych indeksów akcji. Inwestorzy muszą jednak odpowiedzieć sobie na pytanie: **jaka część poprawy została już przez rynki finansowe zdyskontowana** i czy aby na pewno dalsza poprawa koniunktury gospodarczej przyniesie też kolejne wzrosty cen ryzykownych aktywów?



Pekao TFI

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych

78.222
22.743

38.962

10.552

14.229

18.158

14.229

32.658

32.658

8.561

10.552

32.658

18.158

78.222

78.222

38.962

10.552

14.229

10.552

2.703

2



Spis treści

Wprowadzenie	2
Makroekonomia, banki centralne i rynek długu	4
Polska i kraje Europy Środkowo-Wschodniej	6
Globalne obligacje korporacyjne o ratingu inwestycyjnym i spekulacyjnym	10
Globalne rynki akcji	13
Akcje polskie	15
Podsumowanie	17
Słowniczek	19
Informacja prawna	20

Wprowadzenie



Jacek Babiński, CFA

Wiceprezes Zarządu
odpowiedzialny za Pion Zarządzania Aktywami

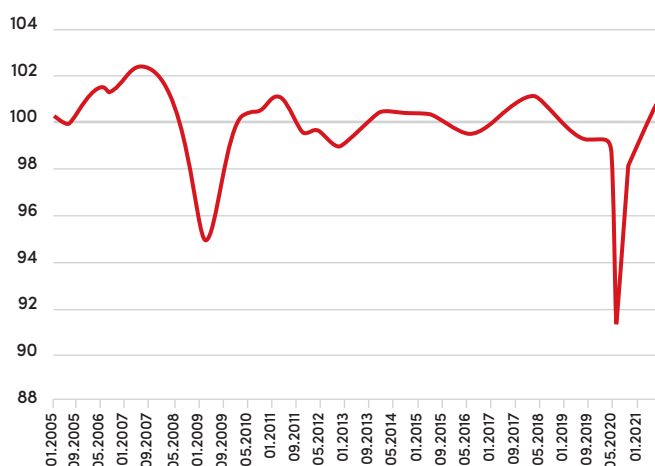
Mijające pierwsze półrocze 2021 roku okazało się być bardzo pomyślne dla gospodarki światowej. Sytuacja gospodarcza w wielu krajach powróciła już do stanu sprzed pandemii (wykres poniżej), a kolejne państwa przekraczać będą ten porównawczy poziom w nadchodzących kwartałach. Post-covidowe tempo odbudowy okazało się na tyle szybkie, że w wielu sektorach możemy mówić wręcz o boomie gospodarczym. Oczywiście są też sektory, które na pełną odbudowę będą potrzebowały lat, jednak w większości z nich, zwłaszcza w sektorach usługowych, wraz ze znoszeniem restrykcji spodziewana jest gwałtowna poprawa. Nie ulega wątpliwości, że za szybką odbudowę stoją gigantyczne pakiety fiskalno-monetarne, uruchomione w wielu krajach, w reakcji na załamanie gospodarcze wywołane pandemią, ale też i sukcesy kampanii szczepień w największych światowych gospodarkach. To właśnie

dzięki nim życie w tych krajach szybko wraca do normalności jaką pamiętamy sprzed pandemii koronawirusa.

W pierwszym półroczu 2021 r. na rynkach finansowych panowała też bardzo dobra koniunktura. Ceny surowców kontynuowały wzrosty (aczkolwiek przerwane w maju dość głęboką korektą), rosły ceny obligacji wysokodochodowych, a indeksy giełdowe odnotowywały kolejne historyczne rekordy (zestawienie na kolejnej stronie). O ile do dobrej koniunktury na rynkach zagranicznych, zwłaszcza w USA, zdążyliśmy się już przyzwyczaić, to na szczególną uwagę zasługuje historyczny rekord naszego krajowego indeksu szerokiego rynku, jakim jest WIG, czyli Warszawski Indeks Giełdowy. Został on odnotowany w ostatnich dniach pierwszego półrocza 2021 r. Na ten rekord krajowi inwestorzy musieli czekać 14 lat, tj. aż od rekordu z 2007 r. ustalonego przed kryzysem Lehman Brothers. W warunkach odwrótu pandemii i związanego z tym spadku ryzyka, znacznie gorzej zachowywały się aktywa stanowiące tradycyjnie tzw. „bezpieczną przystań” dla inwestorów, takie jak złoto, czy obligacje skarbowe.

W naszej ocenie korzystne trendy w gospodarce nie są, póki co, zagrożone. Ostatnio ogłoszony przez administrację amerykańskiego prezydenta Joe Bidena pakiet wydatków na infrastrukturę, o wartości 600 mld USD, zwiększa wartość światowego impulsu fiskalno-monetarnego, do astronomicznej kwoty ponad 30 bilionów USD, licząc od wybuchu pandemii. Dla porównania, to więcej niż łącznie wynosi PKB Unii Europejskiej i Chin. Duża część tych środków nie została jeszcze wydana i będzie wspierać koniunkturę gospodarczą w drugiej połowie 2021 roku. Dodatkowo, liczba odnotowanych nowych przypadków Covid cały czas spada i znoszone są kolejne restrykcje niemal na całym świecie. Warto odnotować, że ma to miejsce nawet w sytuacji, gdy tempo powrotu do sytuacji sprzed wybuchu pandemii koronawirusa zakłóca jest przez kolejne warianty wirusa. Mając powyższe na uwadze, trudno być nadmiernie pesymistycznym co do perspektyw światowej gospodarki w horyzoncie kolejnych 6 miesięcy.

OECD Total Composite Leading Indicator

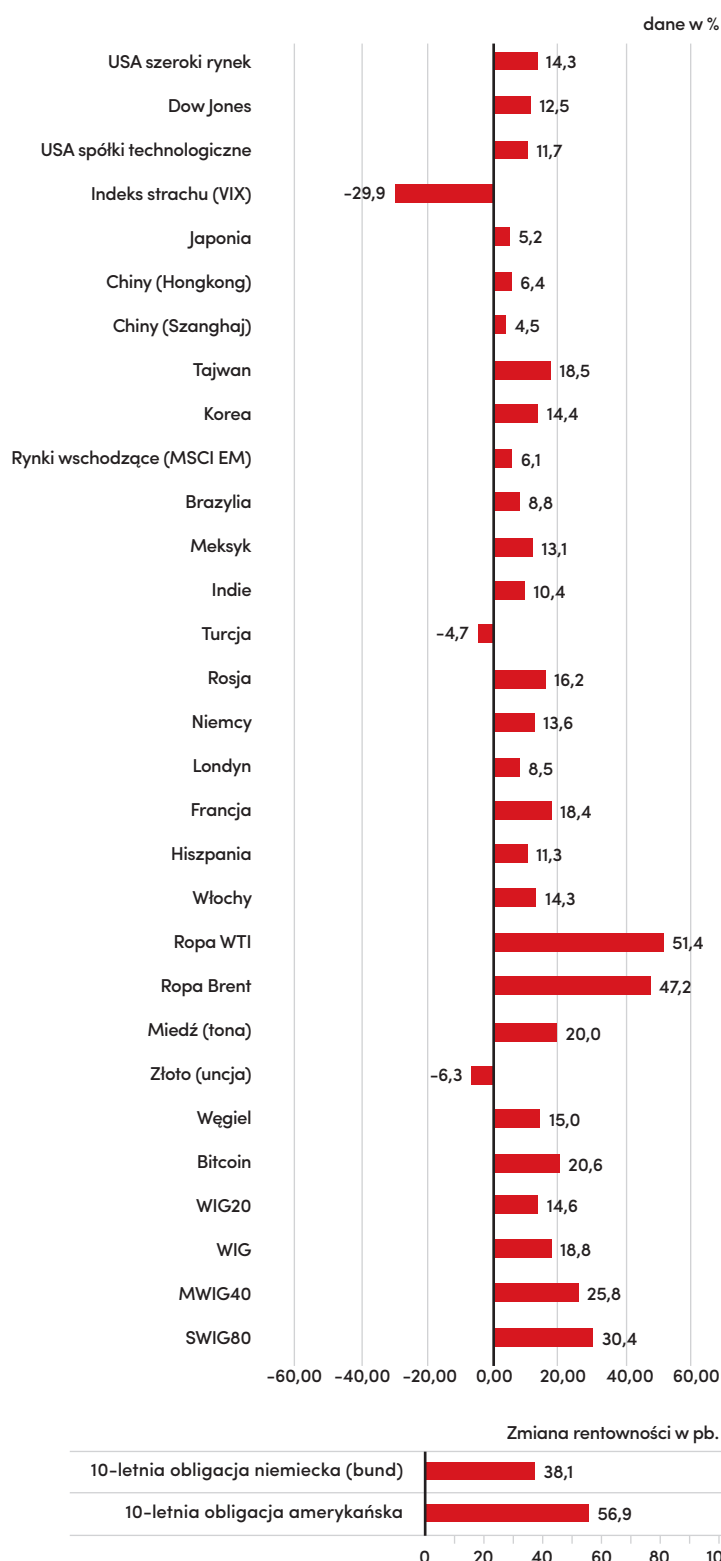


Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 24.06.2021 r.

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



**Zmiany głównych indeksów giełdowych, cen surowców (%)
oraz rentowności obligacji (w punktach bazowych)
w okresie 31.12.2020 – 24.06.2021 r.**



W naszej opinii, inaczej niż sytuacja w gospodarce, wyglądają perspektywy dla rynków finansowych na kolejne miesiące. Dobra i cały czas poprawiająca się sytuacja gospodarcza, wraz z bardzo dobrymi wynikami spółek, nie są otoczeniem, w którym spodziewalibyśmy się rosnących trudności spółek w obsłudze swojego zadłużenia. W takim otoczeniu gospodarczym wg nas trudno też oczekiwać załamania giełdowych indeksów akcji. Inwestorzy muszą jednak odpowiedzieć sobie na pytanie: jaka część poprawy została już przez rynki finansowe zdyskontowana i czy aby na pewno dalsza poprawa koniunktury przyniesie też dalsze zwwyżki cen ryzykownych aktywów? Obserwując kolejne historyczne maksima ustalone przez indeksy giełdowe i rekordowo niskie spready (obrazujące wymaganą przez inwestorów premię za ryzyko) obligacji o ratingu spekulacyjnym, musimy też pamiętać, jakim kosztem zostało to osiągnięte.

Skokowy wzrost zadłużenia państw, ratujących swoje gospodarki w warunkach pandemii, prędkiej czy później spotka się z rosnącymi obciążeniami podatkowymi. Z kolei rosnąca inflacja będzie musiała w końcu zostać skonfrontowana z procesem zacieśnienia polityki monetarnej przez banki centralne. W konsekwencji, wraz z podwyżkami stóp procentowych, skończy się okres „taniego pieniądza”. Długoterminowo te problemy mogą się nawarstwiać, jednak mimo wszystko, na razie pozostajemy optymistyczni, co do koniunktury na rynkach ryzykownych aktywów, jednak z zastrzeżeniem, iż kolejne kwartały będą już znacznie trudniejsze dla inwestorów („najniższe wiszące owoce zostały już zerwane”), a ryzyko istotnej korekty w drugiej połowie roku oceniamy na bardzo wysokie.

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 24.06.2021 r.

Makroekonomia, banki centralne i rynek długu



Dariusz Kędziora, CFA

Dyrektor Zespołu
Zarządzania Instrumentami Dłużnymi

Gospodarka i rynki globalne

Pierwsza połowa roku pod znakiem wzrostów rentowności

Pierwsza połowa 2021 roku charakteryzowała się bardzo gwałtownym odbiciem aktywności gospodarczej, której towarzyszył również wzrost oczekiwań inflacyjnych wśród inwestorów. Na rynku dłużnym przełożyło się to na dość gwałtowny wzrost rentowności obligacji. O ile kierunek ruchu nie był dla nas wielkim zaskoczeniem, o tyle tempo tego ruchu było dość zaskakujące, szczególnie w pierwszym kwartale. Spowodowane to było przede wszystkim szybszym wychodzeniem gospodarek z obostrzeń pandemicznych oraz kolejnymi sporymi zastrzykami wsparcia fiskalnego (mamy na myśli przede wszystkim USA).

Drugi kwartał był już spokojniejszy. Rynek przygotował się z góry na wyższe odczyty inflacyjne w większości krajów i w momencie, kiedy te oczekiwania się realizowały, nie powodowało to już większej reakcji rynkowej. Obserwowaliśmy nawet powolny spadek rentowności obligacji na niektórych rynkach.

Perspektywy na drugą połowę roku – podwójny szczyt za nami

W naszej opinii, w przypadku perspektywy rynków na drugą połowę roku, podstawowym zagadnieniem, przed jakim stoją inwestorzy, zarówno na rynku dłużnym, jak i w przypadku innych klas aktywów, jest to, jaki charakter ma obserwowana obecnie inflacja. Bez wątplenia jest to inflacja wysoka, szczególnie w perspektywie ostatniej dekady. Pytanie zatem brzmi – czy weszliśmy w okres, w którym ta inflacja utrzyma się już na dłużej, na wysokim, szczytowym poziomie, czy jednak dojdzie do jej normalizacji, czyli spadku, w kolejnych miesiącach. W tym momencie scenariuszem, który wydaje nam się najbardziej prawdopodobny, jest ta druga opcja – oczekujemy, iż szczyt inflacji (w większości krajów)

mamy już za sobą i w drugiej połowie roku będziemy obserwowali niższe odczyty. Nie oznacza to bynajmniej, iż inflacja spadnie do poziomów sprzed 2020 roku. Jednak z punktu widzenia inwestorów ważniejsze jest dla nas tempo i kierunek zmiany – niż sam poziom.

Drugim „szczytem”, który zobaczyliśmy w poprzednim kwartale, był nadmierny, według nas, optymizm inwestorów w odniesieniu do perspektyw gospodarczych. Nie oczekujemy wprowadzenia istotnego załamania się aktywności ekonomicznych, ale trudno będzie realnej gospodarce pobić tak wysokie oczekiwania inwestorów. Dostrzegamy szereg czynników, które skłaniają nas do takiego stwierdzenia. Poniżej wymienimy te najważniejsze.

Koniec „dopalacza fiskalnego”

Bezprecedensowe wsparcie fiskalne w wielu krajach będzie dobiegać końca. Nawet w USA, gdzie wsparcie dla gospodarstw domowych było nadzwyczaj hojne, większość przepływów pieniężnych będzie dobiegała końca na przełomie sierpnia i września bieżącego roku. Powoli widać już tego efekty, chociażby po spadku tempa wzrostu podaży pieniądza. Wg nas, konsekwencje mniejszego wsparcia będą w pełni widoczne w 2022 roku, ale już w drugiej połowie bieżącego roku gospodarka zacznie to odczuwać a inwestorzy będą odpowiednio dostosowywać swoją alokację.

Normalizacja aktywności gospodarczej oraz efektów statystycznych

Otwieranie się gospodarek po długim okresie hibernacji, wynikającej z obostrzeń covidowych, spowodowało uwolnienie tzw. „odłożonego popytu” i wywołało skokowy wzrost konsumpcji niektórych dóbr oraz usług. Trudno jest jednak oczekiwać, by ten efekt na trwałe zmienił zachowania konsumentów. W naszej opinii, po pierwszym odbiciu przyjdzie okres uspokojenia konsumpcji.

Drugi kwartał 2021 roku był także pod niesamowitym statycznym wpływem wydarzeń z zeszłego roku. Efekt niskiej bazy z 2020 roku nie tylko potęgował pozytywne dane o aktywności (i inflacji), ale również utrudniał realną ocenę sytuacji.

Korekta na rynku surowcowym

Oczywiście, wg nas za wcześnie jest jeszcze mówić o końcu wzrostowego trendu na notowaniach surowców. Naszym zdaniem widać już jednak pierwsze oznaki wskazujące, że paliwo do dalszych wzrostów cen części surowców powoli się wyczerpuje. Jest to na pewno jeden ze wskaźników, na które będziemy zwracali baczniejszą uwagę w kolejnych miesiącach.

Udrożnienie kanału dostaw

Spodziewamy się również, iż będą się stopniowo udrożniały zatory w łańcuchach dostaw, które przekładają się m.in. na wyższe koszty producentów. Nie mówimy wszak o sytuacji, w której moce przerobowe na świecie są w pełni wykorzystane. Mamy raczej do czynienia z niedopasowaniem się gospodarki do nowej struktury popytu, czy trudnościami logistycznymi, a nie z brakiem podaży produktów. Dla przykładu, przytoczmy tutaj jeden z głównych czynników, który w ostatnich miesiącach wpływał na wzrost cen w USA – używane samochody. Ciężko oczekiwać, by popyt na samochody nie został w miarę szybko zaspokojony przez producentów. Te dostosowania mogą zająć kilka miesięcy, maksymalnie parę kwartałów, ale uważamy, że gospodarka osiągnie ponownie stan równowagi.

Inflacja – głównie przejściowa

Podsumowując powyższe rozważania, spodziewamy się, iż inflacja w ujęciu globalnym ma charakter przejściowy. Nie oznacza to powrotu do poziomów inflacji sprzed pandemii, ale nie mamy jeszcze przekonujących nas dowodów, iż wzrost indeksu cen będzie się trwale utrzymywać na obecnych (wyższych niż bezpośrednio przed pandemią) poziomach. Potencjalna zmiana naszych założeń mogłaby nastąpić w momencie, gdy nabierze tempa wzrost płać w gospodarce. I właśnie ten czynnik będziemy również uważnie obserwować.

Reakcja głównych banków centralnych

Spodziewamy się, iż taki właśnie scenariusz – polegający na niepodjęciu pochopnych decyzji – jest również najbardziej prawdopodobny z perspektywy amerykańskiej Rezerwy Federalnej (Fed), czy innych głównych banków centralnych i można oczekiwać, iż będą one w dalszym ciągu starały się opóźnić moment zacieśnienia polityki monetarnej. Aczkolwiek trzeba też

zaznaczyć, iż ta perspektywa uległa ostatnio skróceniu a władze monetarne np. w Kanadzie już rozpoczęły proces normalizacji warunków finansowych, czyli dostosowania stóp procentowych do wyższej inflacji.

Relatywne okazje

Trzeba również pamiętać, iż struktura gospodarek, szczególnie w okresie postpandemicznym, jest dużo bardziej zróżnicowana. W niektórych krajach presja inflacyjna może mieć inny charakter, bardziej trwały. Różni się także podejście banków centralnych do inflacji. Niektóre z nich chcą ją przeczeć, inne zaś reagują proaktywnie. W naszej opinii może więc to prowadzić do dużo większego zróżnicowania, jeśli chodzi o wycenę rynkową przyszłych stóp procentowych, a docelowo również oferować inwestorom sporo relatywnych okazji inwestycyjnych.

Lepsze środowisko dla obligacji, aczkolwiek nie bez zmienności

Jeśli nasz bazowy scenariusz się zrealizuje, to sądzimy, że druga połowa roku powinna być już środowiskiem bardziej sprzyjającym obligacjom, niż miało to miejsce w pierwszej połowie 2021 roku. Nie będzie to jednak jednolity trend wzrostowy, a raczej będziemy obserwować spore wahania. Ryzyko tzw. „prze-grzania się gospodarek” i wymknięcia się inflacji poza strefę komfortu banków centralnych, będzie cały czas obecne w percepcji inwestorów (szczególnie bliżej końca roku). Ponadto sądzimy, że w drugiej połowie roku dojdzie najprawdopodobniej do ogłoszenia tzw. „taperingu” – czyli zmniejszenia skali skupu aktywów (Programy QE) przez Fed. Przypomnijmy, że w pierwszej połowie roku był to skup na poziomie 120 mld USD miesięcznie i dotyczył obligacji skarbowych i papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką. Wprawdzie „tapering” jest obecnie szeroko spodziewany przez inwestorów, jednak takie wydarzenie zazwyczaj wywoływało większą nerwowość i zmienność na rynkach.

Polska i kraje Europy Środkowo-Wschodniej



Radosław Cholewiński, CFA

Zastępca Dyrektora Zespołu
Zarządzania Instrumentami Dłużnymi,
Zarządzający portfelem



Łukasz Tokarski, CFA

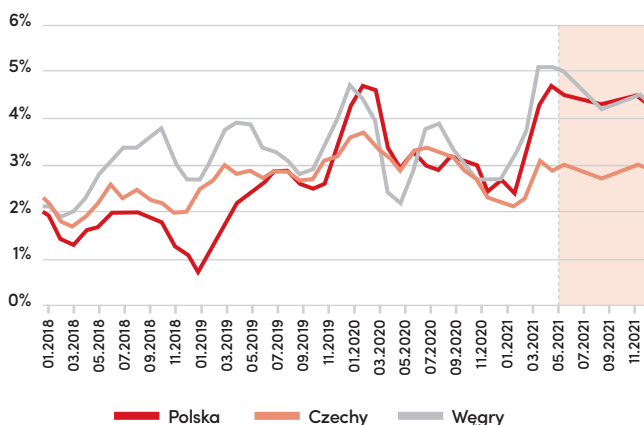
Zarządzający portfelem,
Zespół Zarządzania
Instrumentami Dłużnymi

Sytuacja makroekonomiczna

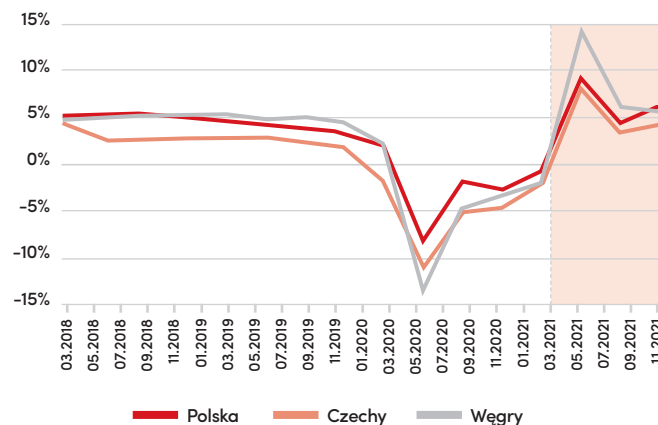
Pierwsza połowa 2021 roku przyniosła wzrost inflacji we wszystkich krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Oprócz niskiej bazy z 2020 r., szybszemu wzrostowi cen towarów i usług konsumpcyjnych sprzyjały procesy otwierania się gospodarek i realizacja odroczonego popytu, a także wzrost cen surowców i cen żywności na światowych rynkach. Według danych za maj, inflacja w ujęciu rocznym sięgnęła 5,1% na Węgrzech, 4,7% w Polsce i 2,9% w Czechach.

Napływające dane makroekonomiczne o wysokiej częstotliwości (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna) wskazują, że wraz ze znaczącym spadkiem liczby zachorowań na Covid-19 i luzowaniem obostrzeń w szybkim tempie następuje odbudowa aktywności gospodarczej. Konsensus prognoz wg danych serwisu Bloomberg pokazuje, że PKB Polski ma wzrosnąć w 2021 r. o 4,3%, Czech o 3,5%, a Węgier aż o 4,9%. Optymistyczny obraz wyłania się także z analizy wskaźników koniunktury, w tym indeksu PMI, który w ostatnich miesiącach notuje wzrost we wszystkich krajach regionu.

**Inflacja w latach 2018–2021:
Polska, Czechy, Węgry**



**Wzrost PKB w latach 2018–2021:
Polska, Czechy, Węgry**

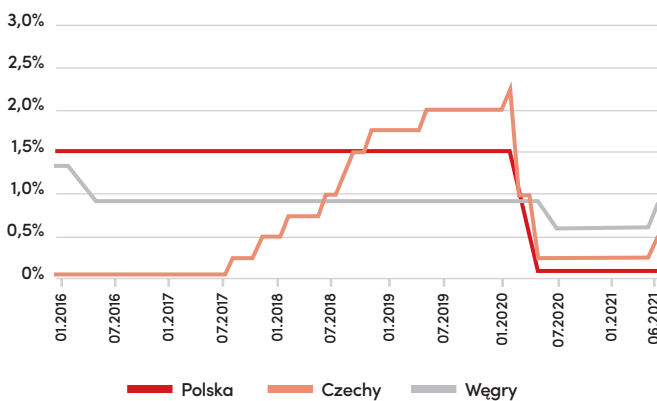


Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 24.06.2021 r. Wyróżnione dane – obejmujące okres od II kw. 2021 r. konsensus rynkowy.

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 24.06.2021 r. Wyróżnione dane – obejmujące okres od II kw. 2021 r. konsensus rynkowy.

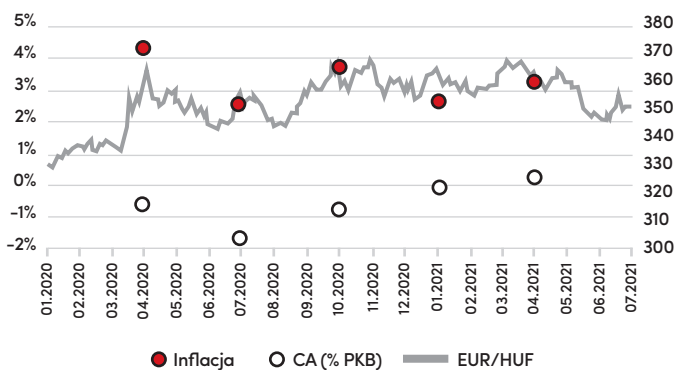
Mimo podobnej sytuacji makroekonomicznej w poszczególnych krajach, polityka banków centralnych uległa zróżnicowaniu. Narodowy Bank Polski utrzymał stopy procentowe na niezmiennym poziomie, warunkując dyskusję o podwyżkach stóp procentowych utrzymaniem się inflacji i wzrostu gospodarczego na podwyższonym poziomie w drugiej połowie roku oraz stabilizacją sytuacji epidemiologicznej. Natomiast banki centralne Węgier i Czech, w obawie przed dalszym wzrostem inflacji, dokonały już pierwszych podwyżek stóp procentowych. Obawy te były szczególnie silne na Węgrzech, gdzie jest najwyższa inflacja spośród państw tego regionu, a kurs walutowy na początku roku nie umacniał się, ze względu na negatywne tendencje na rachunku obrotów bieżących. Z kolei konsekwencją jastrzębiej polityki (podwyżki stóp procentowych) banku centralnego Czech, gdzie wzrost inflacji jest relatywnie wolniejszy, jest wyraźne umocnienie korony czeskiej, co może ograniczać skalę podwyżek stóp w przyszłości.

Stopy procentowe banków centralnych w latach 2016–2021: Polska, Czechy, Węgry



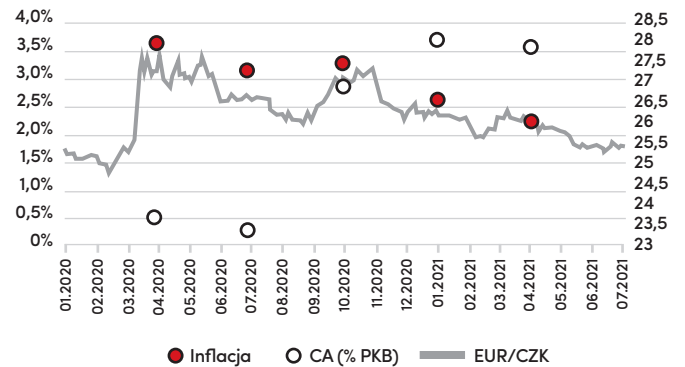
Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 24.06.2021 r.

Inflacja, kurs walutowy i saldo rachunku obrotów bieżących (jako % PKB) na Węgrzech



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 24.06.2021 r.

Inflacja, kurs walutowy i saldo rachunku obrotów bieżących (jako % PKB) w Czechach



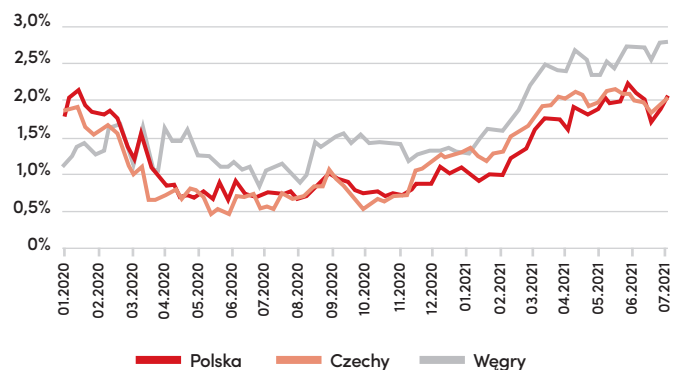
Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 24.06.2021 r.

Wygaśnięcie efektów niskiej bazy z ub. roku, widocznej na licznych kategoriach koszyka inflacyjnego, wg nas powinno sprzyjać stabilizacji inflacji lub jej delikatnemu obniżeniu się w drugiej połowie roku. Ponieważ jednak odbudowa aktywności gospodarczej w krajach Europy Środkowo-Wschodniej postępuje relatywnie szybko, inflacja w najbliższych kwartałach prawdopodobnie nie obniży się do poziomów z lat 2018–2019.

Rynek obligacji skarbowych w walucie lokalnej

Rynek długu przygotowywał się na scenariusz podwyżek stóp procentowych w Europie Środkowo-Wschodniej przez ostatnich kilka miesięcy. We wszystkich trzech głównych gospodarkach naszego regionu zostało wycenione znaczące zacieśnienie polityki pieniężnej przez banki centralne o ok. 160–200 punktów bazowych (pb.) w ciągu trzech nadchodzących lat. W związku z tym samo rozpoczęcie podwyżek

Implikowana roczna stopa procentowa (na podstawie kontraktu IRS) za 3 lata (dane dzienne): Polska, Czechy, Węgry

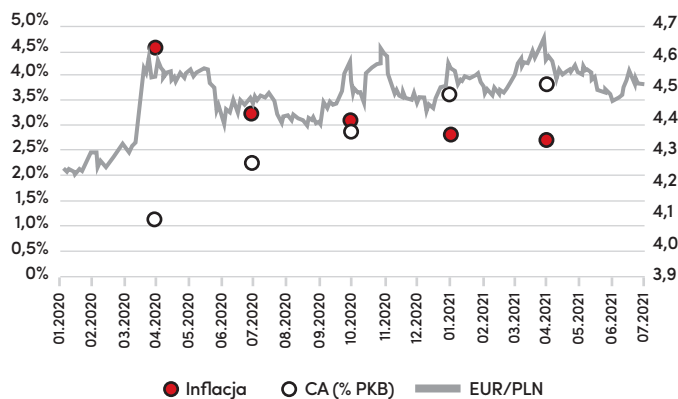


Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 24.06.2021 r.

w Czechach i na Węgrzech nie spowodowało wzrostu rentowności. Wspomnijmy tylko, że na Węgrzech nastąpił wręcz ich lekki spadek.

W rezultacie powstało, w naszej opinii, korzystne otoczenie do inwestowania w obligacje państw naszego regionu o okresie zapadalności spójnym z horyzontem oddziaływania polityki pieniężnej (poniżej 5 lat). Nawet, jeśli nastąpią podwyżki stóp procentowych, to zostały już one odzwierciedlone w obecnych rentownościach obligacji. Z kolei większe niż aktualnie wycenione podwyżki wymagałyby podniesienia stóp procentowych powyżej ich szczytów z poprzedniego cyklu. W naszej ocenie jest prawdopodobne, że podwyżki stóp będą mniejsze niż wynika to z obecnych wycen rynkowych. W Czechach istotnym czynnikiem ograniczającym podwyżki będzie wspomniane już umocnienie korony czeskiej. Podobnego scenariusza nie można też wykluczyć na Węgrzech – forint umocnił się, dzięki jastrzębiemu zwrotowi w polityce banku centralnego, o ok. 5% licząc od szczytów z marca br. Z kolei w Polsce, ze względu na silną preferencję NBP do stabilnych stóp procentowych, silne zacieśnienie w horyzontie najbliższego roku czy dwóch lat nie wydaje się nam prawdopodobne tak długo, jak kurs złotego pozostaje stabilny. Sprzyja temu utrzymująca się nadwyżka na rachunku obrotów bieżących.

Inflacja, kurs walutowy i saldo rachunku obrotów bieżących (jako % PKB) w Polsce

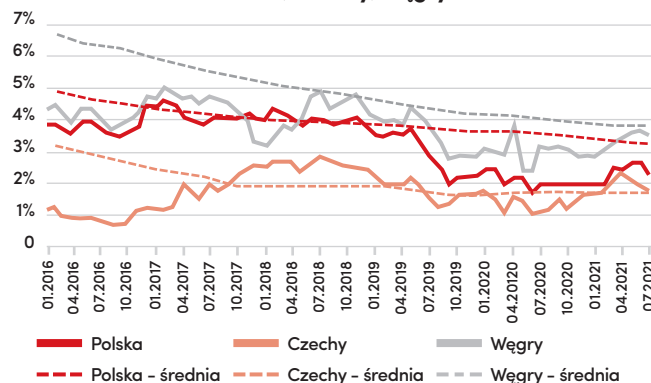


Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 24.06.2021 r.

Większą ostrożność należy natomiast zachować przy ocenie perspektyw dłuższych obligacji (powyżej 5 lat). W Czechach i na Węgrzech implikowana rentowność 5-letnich obligacji za 5 lat, będąca standardową miarą rynkowych oczekiwań dotyczących długoterminowych stóp procentowych, kształtuje się w pobliżu lub nawet powyżej poziomów sprzed epidemii, a także powyżej wieloletnich średnich. Natomiast w Polsce te długoterminowe oczekiwania znajdują się wciąż

istotnie poniżej poziomów sprzed epidemii. W tym kontekście długoterminowe papiery skarbowe czeskie i węgierskie wydają się nam już atrakcyjne, zaś rentowności papierów polskich mogą jeszcze wzrosnąć. Gdyby do takiej korekty doszło, byłby to dla nas dobry moment do zwiększenia zaangażowania w krajowe obligacje skarbowe.

Implikowane rentowności obligacji 5-letnich za 5 lat (dane miesięczne i 5-letnia średnia krocząca): Polska, Czechy, Węgry

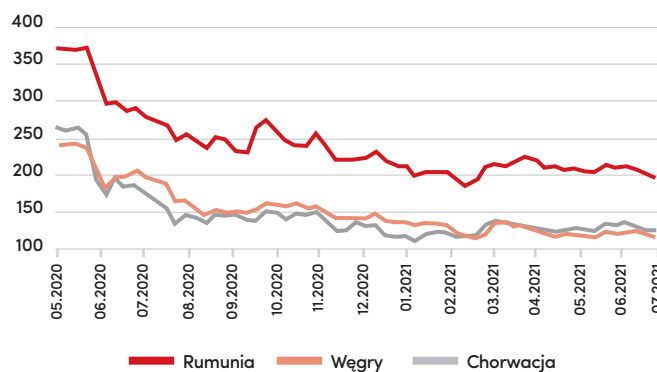


Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 24.06.2021 r.

Rynek obligacji skarbowych w euro i dolarze (euroobligacji)

W odróżnieniu od rynku obligacji w walucie lokalnej, których rentowności istotnie wzrosły w oczekiwaniu na podwyżki stóp procentowych, rynek euroobligacji państw Europy Środkowo-Wschodniej był znacznie bardziej stabilny. Spreads kredytowe, rozumiane jako różnica rentowności obligacji danego państwa i odpowiednio rentowności obligacji USA lub stawki kontraktu na stopę procentową w euro, uległy nieznacznemu zawężeniu (korzystny wpływ na ceny obligacji).

Spread kredytowy obligacji 10-letnich Węgier, Chorwacji i Rumunii denominowanych w euro

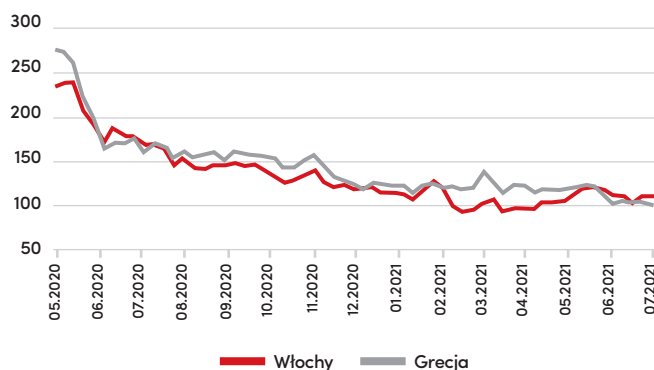


Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 24.06.2021 r.

Otoczenie wyższej inflacji i wzrostu gospodarczego historycznie sprzyjało zawężaniu się spreadów kredytowych. Wynika to z niższych potrzeb pożyczkowych państw (w następstwie wyższych wpływów podatkowych) i spadku ich ryzyka kredytowego. W tej sytuacji obligacje państw Europy Środkowo-Wschodniej denominowane w euro i dolarze można w naszym odczuciu postrzegać jako klasę aktywów dłużnych, która może stabilizować wynik funduszy obligacyjnych.

W podobny sposób do euroobligacji państw naszego regionu można wg nas postrzegać obligacje skarbowe emitowane przez kraje peryferyjne strefy euro, jak Włochy, czy Grecja. Państwa te będą istotnym beneficjentem programów pomocowych, finansowanych z programu emisji obligacji ustanowionego przez wszystkie państwa członkowskie Unii Europejskiej. Dodatkowo, na poziom rentowności obligacji państw peryferyjnych korzystnie będą oddziaływać programy skupu aktywów realizowane przez Europejski Bank Centralny (EBC). Jednocześnie rentowności obligacji państw peryferyjnych strefy euro są wyższe, niż w przypadku denominowanego w euro długu Węgier, czy Chorwacji, choć te ostatnie państwa znajdują się poza strefą euro.

Spread w punktach bazowych (pb.) 10-letnich obligacji skarbowych Włoch i Grecji względem obligacji skarbowych Niemiec



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 24.06.2021 r.

Rynek obligacji korporacyjnych w PLN

Pierwsze półrocze 2021 roku przyniosło znaczne ożywienie na rynku pierwotnym obligacji korporacyjnych. Wielu emitentów zdecydowało się skorzystać z poprawy koniunktury i dobrego sentymentu inwestycyjnego wśród inwestorów na rynkach poprzez rolowanie starych obligacji (czyli zamianę starych emisji obligacji podlegających wykupowi na nowe) i emisję nowych. Jak zwykle najliczniejszą grupę emitentów stanowili deweloperzy. Pojawili się jednak także zupełnie nowi emitenci z niereprezentowanych wcześniej sektorów. I to zarówno w segmencie niskiego ryzyka np. z branży leasingowej, średniego ryzyka z branży logistycznej, czy podwyższonego ryzyka np. podmioty z rynku fotowoltaiki. Pewną nowością na rynku była także emisja 10-letnich stałokuponowych obligacji w złotych (PLN) dokonana przez jeden z podmiotów z sektora paliwowego.

Poziom spreadów kredytowych, który w 2020 roku znajdował się na podwyższonym poziomie, wykazuje tendencję do zawężania się w ślad za o wiele bardziej ciasnymi spreadami kredytowymi emitentów obligacji z USA i strefy euro. Tam szeroko zakrojone skupy aktywów prowadzą do wzrostu cen i spadku rentowności wszystkich aktywów finansowych. W Polsce NBP prowadzi skup aktywów, jednak nie dotyczy on obligacji korporacyjnych. Dlatego nie obawiamy się nieracjonalnie wysokich cen i sądzimy, że w drugiej połowie 2021 roku obligacje korporacyjne denominowane w PLN pozostaną atrakcyjnym miejscem do inwestowania.

Globalne obligacje korporacyjne o ratingu inwestycyjnym i spekulacyjnym



Karol Ciuk, CFA, CAIA

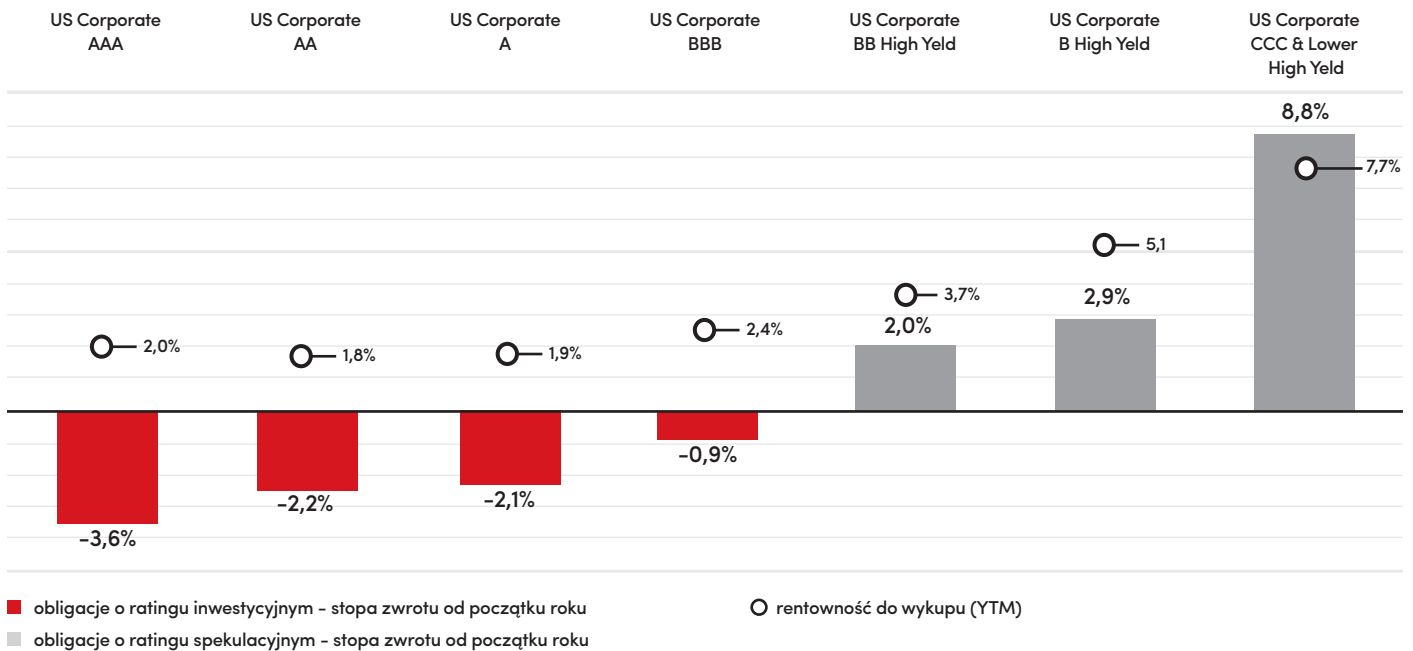
Dyrektor Zespołu
Zarządzania Strategiami Globalnymi,
Zarządzający portfelem

Ostatnie kilka kwartałów potwierdziło fakt, że przyspieszenie wzrostu gospodarczego na rynkach rozwiniętych jest szybsze niż oczekiwano. Co więcej, wprowadzone przez amerykański rząd wsparcie fiskalne dla gospodarstw domowych, zwiększyło nagromadzenie dodatkowych oszczędności i w konsekwencji skumulowanego popytu, który będzie uwalniać się w kolejnych kwartałach, wspierając amerykańską konsumpcję. W takich warunkach, w naszej opinii trudno oczekiwać, żeby gospodarka w Stanach Zjednoczonych (główny rynek dla obligacji korporacyjnych) uległa załamaniu w najbliższym czasie. Kolejne miesiące to raczej dalszy proces powracania globalnej gospodarki do „nowej normalności”, także w pozostałych krajach, co powinno ograniczać ryzyko bankructw przedsiębiorstw. Jednym z istotnych ryzyk inwestycyjnych pozostaje natomiast rosnąca inflacja. W związku z tym zacieśnianie polityki monetarnej przez największe banki centralne może uderzyć w ceny obligacji poprzez dalszy wzrost ich rentowności. Już czerwcowe posiedzenie amerykańskiego Fed wskazało bardziej jastrzębi ton i według oczekiwań członków komitetu FOMC (amerykański odpowiednik naszej Rady Polityki Pieniężnej – decydujący o poziomie stóp procentowych) pierwsze dwie podwyżki stóp procentowych zobaczymy w 2023 roku. Amerykański bank centralny wciąż sygnalizuje, że wyższa inflacja będzie raczej przejściowa, choć może się utrzymywać dłużej niż pierwotnie oczekiwano. Podobne są oczekiwania inwestorów, którzy w czerwcowej ankiecie Bank of America Global Fund Manager Survey, w 74% uznają wyższą inflację za przejściową, a tylko w 23%, że jej wzrost jest trwały. Z punktu widzenia obligacji korporacyjnych warto także wspomnieć o zakończeniu programu wsparcia rynku obligacji korporacyjnych w Stanach Zjednoczonych. Od marca 2020 roku, kiedy Fed objął skupem obligacje korporacyjne i fundusze ETF z tej klasy aktywów

zgrupowały na swoim bilansie 13,7 mld USD z 250 mld USD dostępnych w ramach programu Secondary Market Corporate Credit Facility. Jednocześnie w czerwcu amerykańska Rezerwa Federalna ogłosiła, że do końca roku posiadane „zapasy” zostaną sprzedane. W naszej ocenie (co potwierdza brak wyraźnej reakcji rynku), wpływ na wyceny będzie nieznaczny ze względu na fakt, że ilość obligacji i ETF-ów w posiadaniu Fed-u jest znikoma w relacji do wielkości tego rynku. Jednocześnie wprowadzenie programu po raz pierwszy rok temu i możliwość ponownej implementacji w przyszłości, może ograniczać poziom zmienności w przypadku podobnych wydarzeń o charakterze kryzysowym w kolejnych latach. W przypadku rynku europejskiego istotne są wypowiedzi przedstawicieli Europejskiego Banku Centralnego. Prezes Christine Lagarde podkreślała po czerwcowym posiedzeniu, że strefa euro jeszcze długo będzie potrzebowała wsparcia łagodnej polityki pieniężnej, a wzrost rentowności (spadek cen) obligacji skarbowych w strefie euro, choć częściowo odzwierciedla optymizm co do wzrostu gospodarczego i inflacji, może osłabiać ożywienie gospodarcze. To uzasadnia kontynuację Pandemicznego Programu Skupu Aktywów (PEPP) i utrzymywanie stóp procentowych na obecnym poziomie.

Odnosząc się do sytuacji na rynku obligacji korporacyjnych warto zaznaczyć, że pierwsze półrocze 2021 roku to bardzo ciekawy okres, w którym stopy zwrotu były mocno zróżnicowane. Od początku roku to na rynku obligacji spekulacyjnych (tzw. high yield) można było uzyskać najwyższe stopy zwrotu. Widać to na wykresie na str. 11, który przedstawia stopy zwrotu indeksów obligacji korporacyjnych w Stanach Zjednoczonych w zależności od ratingu kredytowego od początku roku do 21 czerwca 2021 r. Im wyższe ryzyko inwestycyjne i rentowność papierów znajdujących się w portfelu, tym wyższa była zrealizowana stopa zwrotu.

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



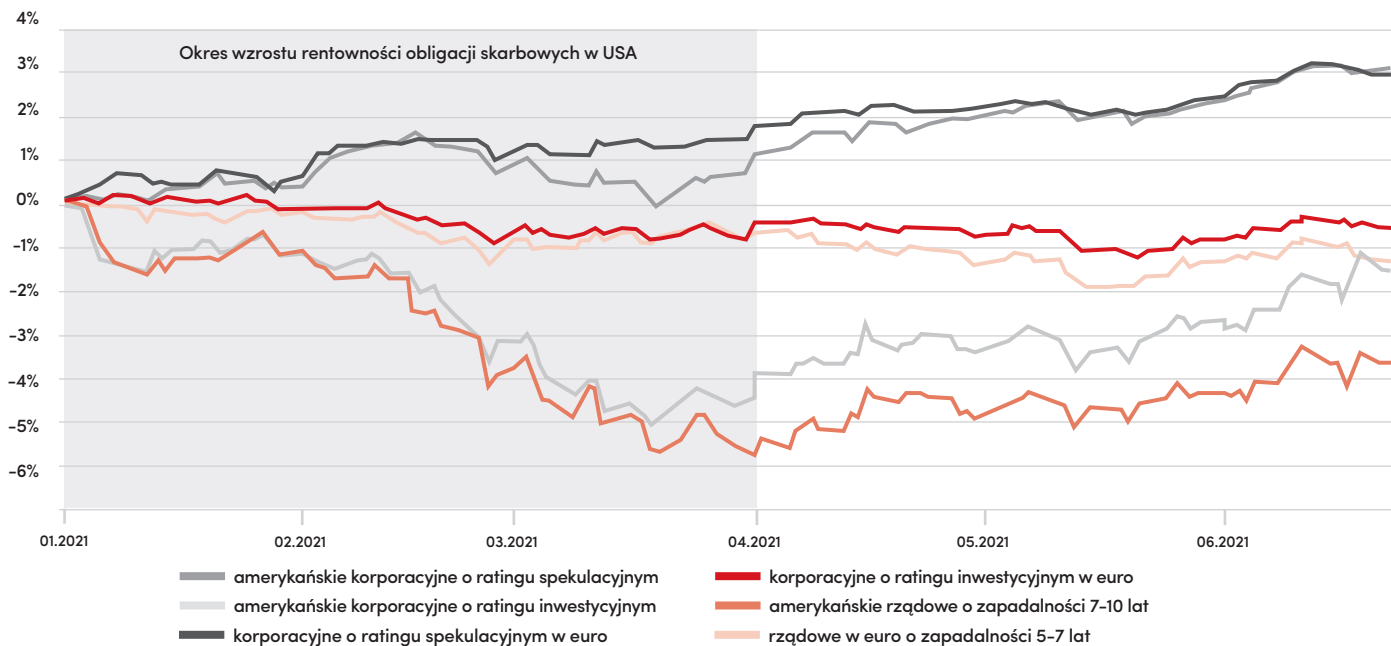
Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 21.06.2021 r. (indeksy ICE BofA na dzień 21.06.2021 r.).

Inwestorzy w pierwszym półroczu 2021 roku postawili na papiery o najwyższej rentowności, jeszcze bardziej podnosząc ceny w tym segmencie rynku. Widać to po stopach zwrotu dla ratingów CCC i niższych (przypomnijmy, że najwyższy rating to AAA, potem AA+, AA, itd., a rating spekulacyjny zaczyna się od BB+), gdzie rentowność indeksu do wykupu (z ang. YTM) spadła poniżej 8% (w ostatnich 10 latach średnio utrzymywała się powyżej 10%). W konsekwencji wyraźnych wzrostów cen, rentowności (YTM) obligacji o ratingu spekulacyjnym, zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w strefie euro, znalazły się w czerwcu na nowych minimach, odpowiednio 4,6% oraz 2,8% i na tle obligacji o ratingu inwestycyjnym nie wyglądają już tak atrakcyjnie, jak jeszcze na początku roku. Natomiast analizując zachowanie głównych indeksów (wykres na str. 12) widzimy wyraźną różnicę w stopach zwrotu obligacji korporacyjnych o ratingu spekulacyjnym oraz inwestycyjnym na rynku w Stanach Zjednoczonych (w dolarze) oraz w Europie (w euro) w tym roku. Dla obligacji o ratingu inwestycyjnym, w szczególności w dolarze, nie był to dobry okres. Szeroki indeks dla tego rynku znalazł się od początku roku na 1,5% minusie i to po odrobieniu strat z pierwszego kwartału (na koniec marca odnotował tego-roczne minima tracąc ponad 5%). Nieco wyżej i przy mniejszej zmienności, ale również „pod kreską”, były analogiczne obligacje europejskie ze stratą na poziomie -0,6%. Na drugim biegu-

nie obligacje o ratingu spekulacyjnym z rynku europejskiego i amerykańskiego, które zyskały solidne 3%. Główną przyczyną rozbieżności w stopach zwrotu był wpływ wzrostu rentowności i spadku cen obligacji skarbowych, który ma znacznie większy wpływ na dług korporacyjny o ratingu inwestycyjnym (wysokie duration dla indeksów z tego segmentu rynku). Kierunek zmian cen tej grupy papierów dłużnych był zbliżony do zmian cen obligacji skarbowych z tych rynków, które znalazły się pod presją rosnących rentowności, co widać także po zachowaniu indeksów obligacji skarbowych. Od początku roku do końca marca rentowności amerykańskich obligacji 10-letnich wzrosły z 0,9% do 1,5% (rosnąc nawet do 1,75% na koniec marca), a niemieckich z -0,63% do -0,16%.

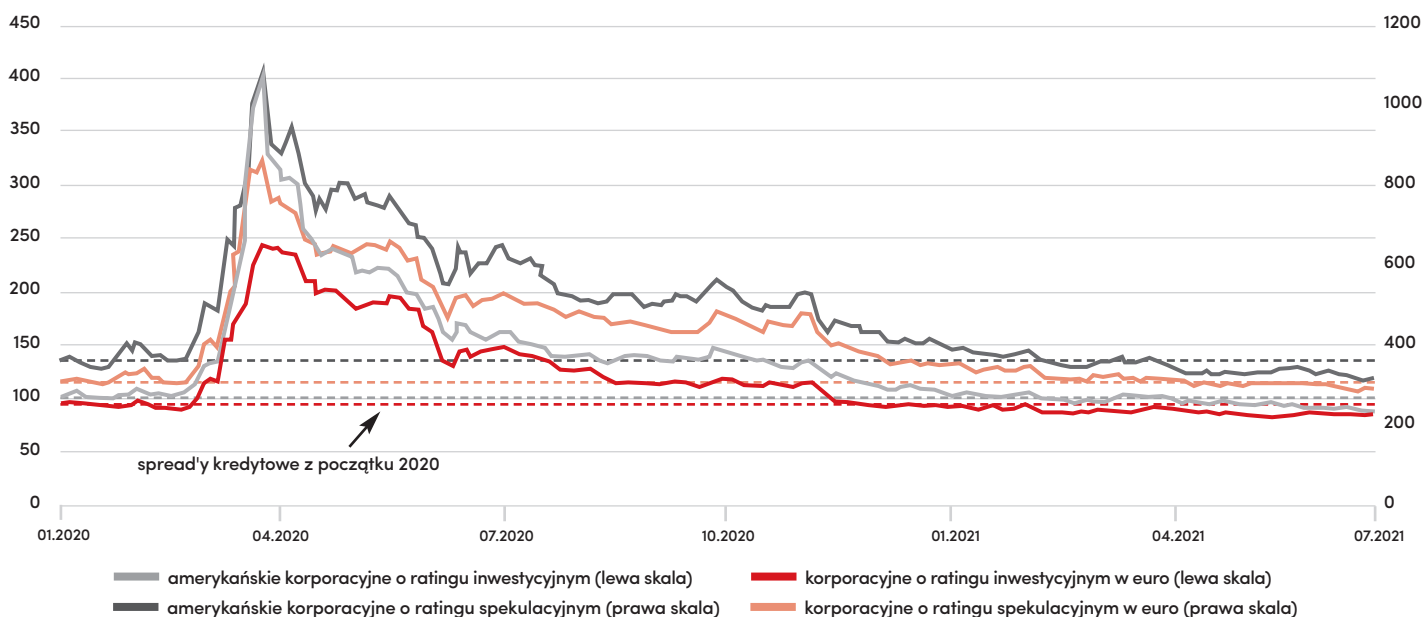
Natomiast dobre wyniki obligacji o ratingu spekulacyjnym to efekt mniejszej wrażliwości na ruchy rentowności (niższe duration indeksów high yield (spekulacyjnych) względem investment grade, czyli inwestycyjnych), a także zawężających się spread'ów kredytowych i wyraźnie wyższej rentowności tej klasy aktywów. Spread'y kredytowe, które stanowią główny punkt odniesienia dla relatywnej atrakcyjności wycen obligacji korporacyjnych, są już na poziomach niższych niż przed pandemią (wykres na str. 12), więc uwzględniają poprawę gospodarczą oraz coraz niższą stopę bankructw (z ang. tzw. default rate) w kolejnych kwartałach.

Stopy zwrotu z wybranych amerykańskich i europejskich indeksów obligacji korporacyjnych i skarbowych od początku 2021 roku



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg (indeksy ICE BofA na dzień 21.06.2021 r.).

Spread'y kredytowe obligacji korporacyjnych w Stanach Zjednoczonych i w Europie od 2020 roku



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg (indeksy ICE BofA na dzień 21.06.2021 r.).

Patrząc z tej perspektywy zauważamy, że okres okazji inwestycyjnej, gdy spread'y były wyraźnie powyżej historycznej średniej, a wyceny poniżej, jest już zdecydowanie za nami. Jednocześnie rentowności obligacji korporacyjnych są na historycznych minimach lub pozostają blisko nich, co zmniejsza stosunek zysku do ryzyka dla tej klasy aktywów. W takim o-

czeniu rośnie prawdopodobieństwo wzrostu zmienności i korekty w kolejnych miesiącach roku. W naszej ocenie ewentualna korekta nie powinna się przerodzić w długotrwałe odwrócenie wzrostowego trendu, a raczej będzie stanowić dogodny moment do zwiększania zaangażowania na rynku obligacji korporacyjnych.

Globalne rynki akcji



Andrzej Kubacki, CFA

Dyrektor Zespołu
Zarządzania Akcjami



Piotr Stopiński, CFA

Zastępca Dyrektora
Zespołu Zarządzania Akcjami,

Po sześciu miesiącach 2021 roku znajdujemy się blisko rekordów wszechczasów głównych indeksów, które zyskiwały mocno w pierwszym kwartale, a wyniki raportowane przez firmy dodały inwestorom optymizmu w drugim kwartale. Indeksy akcji w Europie i USA rosły od początku roku w tempie dwucyfrowym (ok. 14% w momencie przygotowywania materiału), natomiast w skali ostatnich 12 miesięcy stopy zwrotu zbliżyły się, bądź przekroczyły 40%. Mnożniki wyceny (np. cena/zysk, cena/wartość księgową, czy EPS) szczególnie dla indeksu amerykańskiego robią się bardziej wymagające, mając na uwadze, jak szybko nastąpiła „normalizacja” wyników finansowych firm. Dlatego uważamy, że na chwilę obecną dużo tzw. „dobrych wiadomości” jest już wycenionych (zdyskontowanych) w cenach akcji.

Indeks	Zmiana od początku roku do 24.06.2021 r.	Zmiana za ostatnie 12 m-cy (24.06.2020 - 24.06.2021 r.)
MSCI US (USA)	14,4%	46,3%
MSCI EUROPE (Europa)	13,9%	38,7%

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg stan na dzień 24.06.2021 r.

Wydaje się zatem, że rynek potrzebuje złapać trochę oddechu. Inwestorzy powinni mieć czas, by ocenić, jak po pandemii mogą rozwijać się poszczególne firmy, czy sektory. Mówiąc inaczej, sezon wyników za drugi i trzeci kwartał 2021 roku może być, w naszej ocenie, okazją do rewizji prognoz, które dzisiaj wydają się dość wymagające. W ostatnim czasie rosły oczekiwania inflacyjne, a co za tym idzie również oczekiwania co do wzrostu stóp procentowych. Zgodnie z założeniami amerykańskiej Rezerwy Federalnej (Fed), że inflacja nie spadnie poniżej

2% przez kolejne 3 lata (do końca 2023 roku), wydaje się, że stopniowe zaostrzenie polityki monetarnej nadejdzie prędzej, czy później. Jednak do braku jednoznacznie ustalonej z góry drogi dochodzenia do tego celu inwestorzy na rynkach akcji mogą podchodzić z dużą dozą nerwowości.

Mając na uwadze nasze nastawienie, wydaje się, że niżej wycenione akcje europejskie mogą okazać się relatywnie ciekawszym wyborem niż akcje amerykańskie. Europa nie otworzyła się jeszcze w pełni po pandemii koronawirusa, z powodu choćby opóźnienia w dostępności i dystrybucji szczepień. Ameryka z kolei zaskoczyła pozytywnie tempem szczepień, co pozwoliło na szybszą od Europy normalizację życia gospodarczego. Z tego wnioskujemy, że Stary Kontynent ma jeszcze pole do „dogonienia” USA.

Indeks	Cena do zysku (P/E) 2021
MSCI US (USA)	23,2
MSCI EUROPE (Europa)	17,1

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg stan na dzień 24.06.2021 r.

Odnosnie alokacji sektorowej oczekujemy relatywnej stabilizacji między sektorami cyklicznymi i defensywnymi. Myślimy, że obecnie sektory takie jak surowcowy czy przemysłowy najpełniej wyceniają odbicie gospodarcze. Zwracamy także uwagę na poziomy cen, jakie osiągnęły poszczególne surowce (np. ruda żelaza, węgiel koksujący, miedź), oraz na ostatnie wysokie odczyty indeksu poziomu koniunktury w USA (ISM Manufacturing) i jego odpowiedników w innych krajach. W naszej opinii ta teza wydaje się być uzasadnioną.

Wybrane indeksy sektorowe na tle indeksu głównego MSCI World

	MSCI World	MSCI World Energy (paliwowy)	MSCI World Materials (surowcowy)	MSCI World Industrials (przemysłowy)
Stopa zwrotu ostatni rok	43,0%	50,5%	49,2%	49,6%
Wskaźnik cena do zysku na rok 2022	18,8	13,1	14,5	20,1

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 24.06.2021 r.

Sektor paliwowy stoi w kontraście do reszty surowców. Poprzez wydłużające się „lockdowny” strona popytowa nie odrodziła się jeszcze do poziomu sprzed pandemii – w szczególności, gdy spojrzymy na niższą mobilność społeczeństwa, czy utrudnienia w ruchu turystycznym. Stąd też firmy wydobywające ropę i gaz oraz firmy dystrybuujące paliwa mogą, w naszej ocenie, zyskać w drugiej połowie 2021 roku, w kontekście normalizacji postępującego do końca roku popytu na ropę naftową. Natomiast wg nas ta dynamika zmian powinna być widoczna w wynikach tego sektora w 2022 roku. W naszej opinii, o ile w kolejnych miesiącach odczyty inflacji zdecydowanie się nie osłabią, to szczególnie sektor finansowy może być wspierany przez oczekiwania, co do zaostrzenia polityki monetarnej w kolejnych kwartałach (zakończenia, bądź ograniczania skupu aktywów przez banki centralne – „tapering” oraz podnoszenie stóp procentowych).

Szacowany dzienny popyt na ropę naftową na koniec roku (mln baryłek)

Rok	Baryłki (w mln)
2019	100,58
2020	94,74
2021	99,53

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 24.06.2021 r.

Podstawy do optymizmu w średnim terminie dają nam dobre prognozy wzrostu gospodarczego dla obecnego i kolejnego roku. Wspomnijmy tylko, że są one nawet ostatnio rewidowane do góry. Stąd też sądzimy, że potencjalna korekta może być okazją do akumulacji akcji. W drugiej połowie 2021 r. powinniśmy mieć jasność, co do szczegółów zapowiedzianego przez prezydenta USA J. Bidena programu infrastrukturalnego (oraz źródeł jego finansowania). Warto zaznaczyć, że polityka prezydenta Bidena będzie wspierała m.in. sektor „zielonej energii” oraz tematykę ekologii, która w naszej ocenie ma bardzo duży długoterminowy potencjał np. w przypadku spółek klasyfikowanych jako „ESG”.

Wzrost PKB globalny szacowany przez OECD

Rok	PKB
2021	5,8%
2022	4,4%

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 24.06.2021 r.

Akcje polskie



Andrzej Kubacki, CFA

Dyrektor Zespołu
Zarządzania Akcjami

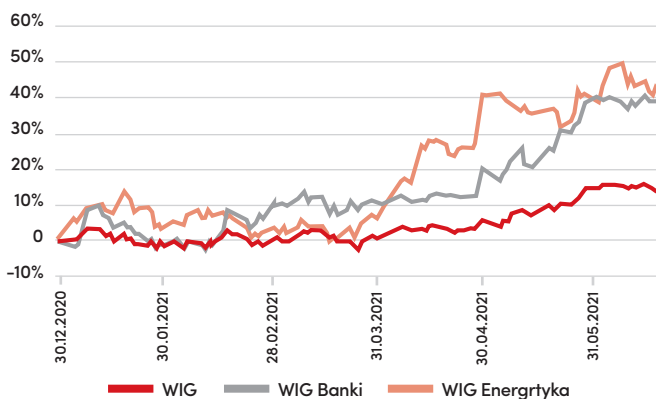


Piotr Sałata, CFA

Zarządzający portfelem
Zespół Zarządzania Akcjami

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami z grudnia 2020 roku, giełda w Warszawie przełamała złą passę i wygenerowała dwucyfrowe stopy zwrotu w pierwszej połowie 2021 roku. W naszej opinii miało to miejsce głównie za sprawą dynamicznych wzrostów w sektorach, które wskazywaliśmy w perspektywach rynkowych na 2021 r. jako potencjalnie bardzo atrakcyjne.

Stopy zwrotu z wybranych indeksów w 2021 r.

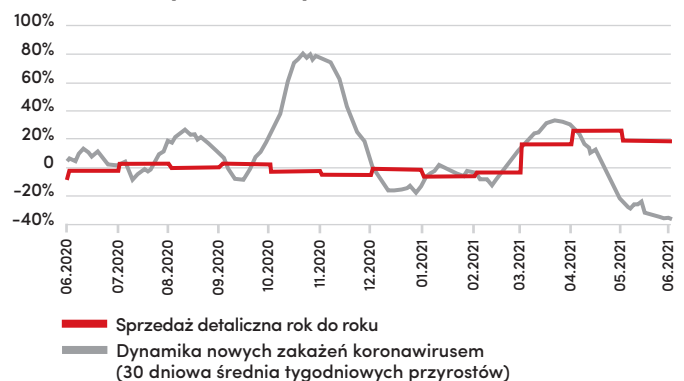


Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 24.06.2021 r.

Liderami wzrostów były więc między innymi spółki energetyczne, mocno zyskujące na rozpoczęciu procesu legislacyjnego przybliżającego do tzw. „dekarbonizacji gospodarki”, polegającej na wydzieleniu aktywów węglowych. Inwestorzy przychylnym okiem patrzyli też na spółki, które mocno ucierpiały w trakcie pandemii. Z jednej strony sektory, które notowały gorsze wyniki w trakcie pandemii, mają przed sobą nisko zawieszoną poprzeczkę w postaci bazy porównawczej, choćby raportów finansowych z ubiegłego roku. Wg nas dodatkowo nagromadzony odłożony popyt

(tzw. pent-up demand), który kumuluje się w kwartałach następujących po znoszeniu restrykcji ekonomiczno-społecznych, powinien dodatkowo wspierać przyszłe wyniki firm oraz pozytywne zachowanie kursów akcji. Oczekiwana poprawa została częściowo dostrzeżona przez inwestorów w segmencie finansowym, przede wszystkim w bankach, gdzie wraz z luzowaniem kryteriów limitujących udzielanie kredytów i pożyczek można oczekiwać stopniowej poprawy wyników. Kręgosłup wzrostów stanowił także segment spółek paliwowych, zyskujących na powracającym ruchu samochodowym oraz segment detaliczny, gdzie rynek wraz z postępem szczepień przestaje obawiać się powrotu kolejnych fal pandemii. Również w danych makro widać powrót skłonności konsumentów do wydawania pieniędzy. Obserwujemy prostą zależność między spadającą liczbą zakażeń koronawirusem, co za tym idzie luzowaniem obostrzeń a rosnącym poziomem sprzedaży detalicznej.

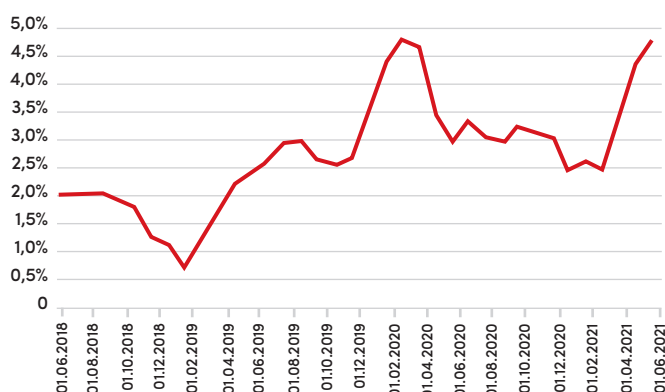
Sprzedaż detaliczna w Polsce na tle dynamiki nowych zakażeń koronawirusem



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 24.06.2021 r.

Stoimy jednak na stanowisku, że z całą pewnością nie można obecnie ekstrapolować wysokich stóp zwrotu z ostatnich 12 miesięcy na giełdzie w Warszawie. Tym niemniej trudno dyskutować ze wzrostem aktywności gospodarczej, potwierdzanym szeregiem danych makroekonomicznych. Kolejnym zjawiskiem, poza ożywieniem gospodarczym, jest nabierająca siły inflacja. Polska giełda, ze względu na strukturę indeksów, jest bardzo dobrze eksponowana na oba te czynniki. Duży udział sektorów późnocyklicznych, czyli tych, gdzie wyniki ulegają poprawie dopiero w zaawansowanej fazie cyklu gospodarczego, daje w naszej opinii komfort inwestorom co najmniej kilku dobrych kwartałów (z poziomu publikowanych wyników finansowych). Dodatkowo, środowisko proinflacyjne powinno wspierać takie sektory, jak finanse, handel, czy przede wszystkim spółki surowcowe stanowiące trzon głównych indeksów na warszawskiej GPW.

Wskaźnik inflacji w Polsce



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 24.06.2021 r.

Czynnikiem wspierającym naszą giełdę w drugiej połowie ubiegłego roku był rosnący udział w obrotach inwestorów indywidualnych, którzy lokowali swoje środki bezpośrednio na giełdzie. Od początku roku obserwowany jest powrót inwestorów do funduszy inwestycyjnych o mieszanej i akcyjnej polityce inwestycyjnej, skupionych na polskim rynku kapitałowym, w tym przede wszystkim funduszy posiadających w swoim portfelu spółki o niższej kapitalizacji. Przy utrzymujących się niskich stopach oraz wysokiej inflacji, która obniża siłę nabywczą pieniądza, zainteresowanie inwestycjami za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych w naszej opinii może utrzymać się na relatywnie wysokim poziomie. Napływy mogą być częściowo skompensowane debiutami giełdowymi nowych spółek.

Negatywnie, z kolei, oceniamy rozczarująco niski poziom partycypacji w Pracowniczych Planach Kapitałowych (PPK), który uplasował się około 30%. Pewnym ryzykiem jest zatrzymany proces legislacyjny reformujący Otwarte Fundusze Emerytalne (reforma OFE). Coraz bardziej prawdopodobny scenariusz mówi o przesunięciu tego ryzyka dopiero na 2022 rok.

Podtrzymujemy tezę o „wzrostowym rynku” na giełdzie w Warszawie w perspektywie całego 2021 roku. Tym samym, odnośnie najbliższych sześciu miesięcy, jesteśmy umiarkowanie pozytywnie nastawieni do rynku ryzykownych aktywów. Oczekiwana poprawa wyników finansowych w spółkach sprawia, że pomimo wzrostu cen akcji poziom wycen, w naszej opinii, może być cały czas atrakcyjny dla większości inwestorów. Jesteśmy w początkowej fazie poprawy aktywności gospodarczej, zatem trudno mówić o „przegrzaniu” całej gospodarki. Tym niemniej po silnych wzrostach nie można wykluczyć krótkoterminowych korekt w ramach trendu wzrostowego, które można na przykład wykorzystywać do zwiększania alokacji (zaangażowania) w akcje. Warto zwrócić uwagę, że ze względu na bardzo dynamiczny charakter dotychczasowych wzrostów i umacniający się wszechobecny optymizm, w naszej ocenie potencjalna korekta może być tym razem stosunkowo głęboka.

Podsumowanie



Jacek Babiński, CFA

Wiceprezes Zarządu
odpowiedzialny za Pion Zarządzania Aktywami

Pierwsza połowa 2021 roku charakteryzowała się bardzo dobrą koniunkturą na rynkach finansowych. W zasadzie nieprzerwanie od października minionego (2020) roku, kiedy to świat obiegły informacje o skuteczności pierwszych szczepionek przeciw COVID, mamy do czynienia z kontynuacją hossy na rynkach ryzykownych aktywów. Hossą zapoczątkowaną po dramatycznym marcowym załamaniu będącym reakcją na nadejście pandemii w zeszłym roku. Opracowanie skutecznej szczepionki okazało się być także, przynajmniej póki co, punktem zwrotnym dla aktywów uważanych za najbezpieczniejsze, które w warunkach pandemii zachowywały się bardzo dobrze, takich jak np. obligacje skarbowe, czy złoto. Wydaje się być naturalnym, że inwestorzy, dotychczas przestraszeni perspektywami światowej gospodarki i szukający tzw. „bezpiecznych przystani” wraz z szybkim opanowaniem pandemii koronawirusa zaczęli rotować swoje aktywa z powrotem do ryzykowniejszych klas aktywów. Byli przy tym dodatkowo motywowani strachem przed rosnącą inflacją.

W naszej ocenie jednak, przynajmniej krótkoterminowo, ten ruch inwestorów mógł pójść o krok za daleko. Obecnie wśród inwestujących na rynkach akcji dominuje bardzo duży optymizm, co do perspektyw, zarówno gospodarczych, jak i co do przyszłej koniunktury giełdowej. Jednocześnie inwestorzy powszechnie oczekują wysokiej inflacji i są negatywnie nastawieni do obligacji

skarbowych. W takich warunkach jakikolwiek negatywny katalizator może w naszej ocenie spowodować gwałtowną korektę na ryzykownych klasach aktywów. Szczególnie narażone są tu sektory będące ulubieńcami inwestorów w ostatnich okresach, takie jak choćby sektory i spółki cykliczne. Analogicznie nie zakładamy już dalszego przyspieszenia tempa inflacji. Tym samym w odróżnieniu od konsensusu rynkowego jesteśmy w perspektywie drugiej połowy roku umiarkowanie pozytywnie nastawieni do obligacji skarbowych.

Ryzykiem dla naszego scenariusza bazowego na drugą połowę roku jest przede wszystkim dalsze przyspieszenie tempa inflacji, czy nawet wymknięcie się jej spod kontroli. Związana z tym potencjalna reakcja głównych banków centralnych, w szczególności amerykańskiego Fed, byłaby w naszej opinii negatywna, zarówno dla obligacji skarbowych, jak i akcji. Kolejnym ryzykiem jest oczywiście nadejście kolejnych fal pandemii, jednak po reakcji rynków finansowych w pierwszej połowie 2021 roku widzimy, że zarówno gospodarki, jak i giełdy nauczyły się już funkcjonować z tym ryzykiem. Nie można jednak nigdy wykluczyć pojawienia się kolejnych opornych szczepów wirusa, jednak wydaje się, że tylko w przypadku wyraźnego wzrostu śmiertelności osób w pełni zaszczepionych, takie ryzyko mogłoby pogrozić rynki finansowe a nawet i gospodarki.

Stopy zwrotu oraz wybrane indeksy (stan na 30.06.2021)

rynek	indeks	poziom bieżący	miara zmiany	zmiana narastająco do 30.06.2021 r.						stopa zwrotu - w latach kalendarzowych			
				1 M	3 M	6 M	12 M	5 Y	10 Y	2020	2019	2018	
WALUTY													
euro	dolar	1,19	%	-3,02	1,09	-2,93	5,55	6,77	-18,23	8,94	-2,22	-4,48	
dolar	jen	111,11	%	1,40	0,35	7,61	2,95	7,66	37,92	-4,94	-0,98	-2,66	
euro	złoty	4,52	%	0,95	-2,42	-0,87	1,70	3,25	13,67	7,20	-0,82	2,67	
dolar	złoty	3,81	%	4,10	-3,47	2,13	-3,65	-3,28	39,02	-1,61	1,53	7,26	
frank	złoty	4,12	%	1,19	-1,42	-2,30	-1,29	2,09	26,36	7,64	2,90	6,73	
SUROWCE													
ropa (WTI)	baryłka (Nowy Jork)	73,47	%	10,78	24,19	51,42	87,09	52,02	-23,00	-20,54	34,46	-24,84	
miedź	tona (Londyn)	9374,50	%	-8,61	6,70	20,71	55,85	93,49	-0,59	25,79	3,50	-17,69	
złoto	uncja (Londyn)	1770,11	%	-7,17	3,65	-6,76	-0,61	33,91	17,99	25,12	18,31	-1,56	
Indeks surowców	Bloomberg Commodity Index (EUR)	79,79	%	4,87	12,35	24,97	38,06	-0,55	-26,79	-3,50	5,44	-12,99	
Indeks surowców	NYSE Arca Gold Miners (EUR)	795,60	%	-11,18	3,74	-3,43	-12,26	14,48	-23,79	22,50	39,72	-9,62	
RYNEK PIENIĘŻNY													
USA	USD LIBOR 3 M	0,14	bps	1,35	-4,94	-9,35	-15,71	-50,92	-10,09	-167,00	-89,93	111,34	
Euro	EUR LIBOR 3 M	-0,54	bps	0,20	-0,40	0,30	-12,00	-25,60	-208,90	-16,20	-7,40	2,00	
Polska	WIBOR 3 M	0,11	bps	0,00	0,00	0,00	-5,00	-150,00	-448,00	-150,00	-1,00	0,00	
OBLIGACJE													
USA 10 Y	rentowność (yield)	1,47	bps	-12,63	-27,24	55,48	81,19	-0,17	-169,20	-100,43	-76,67	27,88	
Niemcy 10 Y	rentowność (yield)	-0,21	bps	-2,00	8,50	36,20	24,70	-7,70	-323,20	-38,40	-42,70	-18,50	
Polska 10 Y	rentowność (yield)	1,62	bps	-24,80	4,70	38,10	23,20	-129,30	-416,40	-88,30	-70,60	-47,80	
US IG	ICE BofAML US Corporate Index	3529,82	%	1,66	3,60	-1,06	3,62	27,25	65,53	9,81	14,23	-2,25	
EU IG	ICE BofAML Euro Corporate Index	317,36	%	0,43	0,28	-0,43	3,52	10,61	44,34	2,65	6,25	-1,14	
US HY	ICE BofAML US High Yield	1553,91	%	1,37	2,77	3,70	15,62	42,21	87,68	6,17	14,41	-2,26	
EUR HY	ICE BofAML Euro High Yield	345,72	%	0,58	1,45	3,02	11,47	27,69	83,24	2,76	11,29	-3,63	
AKCJE													
USA – szeroki rynek	S&P 500	4297,50	%	2,22	8,17	14,41	38,62	104,75	225,41	16,26	28,88	-6,24	
USA – duże spółki	DJIA	34502,51	%	-0,08	4,61	12,73	33,66	92,43	177,92	7,25	22,34	-5,63	
USA – średnie spółki	Russell Mid Cap Value	5391,65	%	-1,16	5,66	19,45	53,06	74,56	203,59	4,96	27,06	-12,29	
USA – małe spółki	Russell 2000 Value	16380,80	%	-0,61	4,56	26,69	73,28	89,34	180,10	4,63	22,39	-12,86	
Euro – szeroki rynek	STOXX Europe 600	1012,89	%	1,50	6,43	15,15	28,42	55,91	117,92	-1,99	26,82	-10,77	
Euro – małe i średnie	STOXX Europe 200 Small	760,50	%	0,26	6,80	15,16	39,02	79,86	158,30	4,78	29,09	-12,88	
Niemcy	DAX	15531,04	%	0,71	3,48	13,21	26,16	60,44	110,55	3,55	25,48	-18,26	
Wielka Brytania	FTSE250	22376,02	%	-1,36	3,98	9,21	30,71	37,52	87,50	-6,38	25,03	-15,56	
Japonia	NIKKEI 225	28791,53	%	-0,24	-1,33	4,91	29,18	84,85	193,31	16,01	18,20	-12,08	
Emerging Markets	MSCI EM	1374,64	%	-0,11	4,42	6,46	38,14	64,81	19,93	15,84	15,42	-16,63	
Region Pacyfiku	MSCI AC Asia Pacific ex Japan	1925,06	%	-0,26	4,07	6,95	39,69	94,20	96,58	22,75	19,48	-13,68	
Greater China	45% MSCI China 10/40	3380,07	%	-0,21	2,24	1,32	29,28	90,69		28,10	19,35	-20,06	
Ameryka Łacińska (Lat. Am)	MSCI Emerging Markets Latin Am.	2620,49	%	2,37	13,83	6,88	40,39	15,47	-41,29	-15,97	13,71	-9,27	
Europa Wsch. + Bliski Wschód	MSCI EM Europe & Mid. East	290,04	%	1,99	10,04	16,38	31,87	29,00	-39,32	-11,02	13,70	-11,56	
Rosja	RTSI \$	1653,78	%	3,52	11,96	19,19	36,38	77,68	-13,27	-10,42	44,93	-7,42	
Węgry	BUX	47238,09	%	1,87	6,57	12,34	31,88	79,44	108,15	-8,63	17,74	-0,61	
Czechy	PX	1152,85	%	-0,85	5,72	12,24	25,58	41,12	-5,92	-7,93	13,08	-8,50	
Brazylia	BOVESPA	126801,70	%	0,46	8,72	6,54	33,40	146,09	103,20	2,92	31,58	15,03	
Indie	S&P BSE SENSEX	52482,71	%	1,05	6,01	9,91	50,31	94,38	178,48	15,75	14,38	5,91	
Chiny	SHCOMP	3591,20	%	-0,67	4,34	3,40	20,32	22,58	30,02	13,87	22,30	-24,59	
Polska – szeroki rynek	WIG	66067,21	%	-0,33	13,75	15,85	33,28	47,64	36,46	-1,40	0,25	-9,50	
Polska – duże spółki	WIG20	2218,41	%	-0,67	14,42	11,82	26,13	26,72	-20,83	-7,73	-5,56	-7,50	
Polska – średnie spółki	mWIG40	4825,09	%	-1,63	10,65	21,34	39,11	42,21	69,27	1,75	-0,03	-19,35	
Polska – małe spółki	sWIG80	20581,88	%	-0,23	10,93	27,87	53,46	56,19	70,30	33,64	13,94	-27,57	

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg stan na dzień 30.06.2021 r.

Prognozy makroekonomiczne

WZROST PKB (%)			INFLACJA (%)			KURSY WALUTOWE (4 KW.)		
	2021	2022		2021	2022		2021	2022
Polska	4,6	5,0	Polska	4,0	3,2	USDPLN	3,72	3,66
Stany Zjednoczone	6,6	4,1	Stany Zjednoczone	3,5	2,5	EURPLN	4,43	4,39
Strefa Euro	4,5	4,3	Strefa Euro	1,9	1,4	CHFPLN	3,96	3,85
Chiny	7,7	5,5	Chiny	1,5	2,3	GBPPLN	5,21	5,16
Kraje rozwijające się	5,3	5,2	Kraje rozwijające się	3,4	3,6			
Kraje rozwinięte	5,3	3,9	Kraje rozwinięte	2,6	2,1			

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg stan na dzień 08.07.2021 r.

Słowniczek

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

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.

Duration (pol. duracja) – gdzie jednostką miary jest tu czas w latach. Czas ten jest miarą wrażliwości zmian ceny obligacji na zmiany rynkowych stóp procentowych. Określenie tego czasu pozwala na uporządkowanie obligacji ze względu na ryzyko stopy procentowej. Im dłuższe duration tym większa zmiana ceny danej obligacji przy zmianie poziomu stóp, wg zasady: stopy rosną – cena obligacji spada i odwrotnie. Z drugiej strony duracja wskazuje na średni okres zwrotu, po jakim odzyskamy pieniądze włożone do danej inwestycji. Im wyższa duracja (czym wyższy średni okres zwrotu zainwestowanych środków), tym zazwyczaj większe wahania ceny. Obligacje z wyższą duracją oferują zazwyczaj większą rentowność.

ESG – skrót od E – środowisko (z ang. *environmental*), S – społeczna odpowiedzialność (z ang. *social responsibility*) i G – ład korporacyjny (z ang. *corporate governance*).

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

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

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 one 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).

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

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/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.

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.

Informacja prawna

Źródło danych: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, o ile nie wskazano inaczej. Dane w materiale odnoszą się do przeszłości i nie stanowią pewnego wskaźnika na przyszłość.

Niniejszy materiał ma charakter informacyjny i został sporządzony przez Pekao TFI S.A. w celu reklamy i promocji funduszy/subfunduszy Pekao. Nie stanowi on 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, 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.

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

UWAGA! Inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykiem wynikającym z wahań cen na rynkach, zmian wysokości stóp procentowych, kursów walut itp. Uczestnik powinien mieć świadomość możliwości osiągnięcia zysku, ale również poniesienia straty. Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej zalecane jest zapoznanie się z prospektem informacyjnym odpowiedniego funduszu zawierającym szczegółowy opis czynników ryzyka związanego z inwestowaniem i zwięzły opis praw uczestników, a także kluczowymi informacjami dla inwestorów oraz informacjami dla klienta alternatywnego funduszu inwestycyjnego, które, wraz z informacjami o opłatach i sprawozdaniami finansowymi funduszy/subfunduszy, są dostępne w jęz. polskim u podmiotów prowadzących dystrybucję i na stronie www.pekaotfi.pl.

Lista prowadzących dystrybucję dostępna jest na www.pekaotfi.pl. Lista funduszy i subfunduszy Pekao, informacje na temat ich połączeń, przekształceń oraz zmian nazw znajdują się na www.pekaotfi.pl. Odpowiedzialność za decyzje podjęte wyłącznie na podstawie niniejszego materiału ponoszą jego odbiorcy. Historyczne wyniki inwestycyjne funduszy/subfunduszy nie są gwarancją osiągnięcia podobnych w przyszłości. Żaden fundusz inwestycyjny nie gwarantuje realizacji założonego celu inwestycyjnego ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Indywidualna stopa zwrotu z inwestycji nie jest tożsama z wynikiem inwestycyjnym funduszu/subfunduszu i jest uzależniona od dnia zbycia oraz dnia odkupienia jednostek uczestnictwa przez fundusz, a także od wysokości pobranych opłat, które obniżają wartość inwestycji oraz obowiązków podatkowych obciążających uczestnika, w szczególności wysokości podatku od dochodów kapitałowych zależnego od indywidualnej sytuacji podatkowej uczestnika. Uczestnictwo w funduszach inwestycyjnych Pekao wiąże się z opłatami manipulacyjnymi oraz opłatami za zarządzanie, których wysokość jest podana w prospektach informacyjnych i tabelach opłat. Wskazane opłaty obniżają stopę zwrotu z inwestycji. Zasady ustalania i pobierania 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.

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, 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: 24.06.2021 r.





Pekao Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

ul. Marynarska 15
02-674 Warszawa

Centrum Obsługi Klienta

801 641 641

+48 (22) 640 40 40*

www.pekaotfi.pl

opłata wg cennika operatora

* dla dzwoniących z zagranicy oraz telefonów komórkowych

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, 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.