



**Pekao TFI**

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych

# Perspektywy rynkowe

**SCENARIUSZE  
DLA RYNKÓW NA 2022 ROK**

Data sporządzenia: grudzień 2021 r.

W naszym wariantcie bazowym **zakładamy utrzymanie się dobrej koniunktury na rynkach finansowych** w pierwszej połowie roku. Mając jednak na uwadze rosnące ryzyka i nierównowagi w gospodarce światowej **warto obecnie rozważyć zmniejszenie ryzyka inwestycyjnego** w portfelach akcyjnych czy mieszanych. Z kolei w horyzoncie całego roku pozytywnie oceniamy krótkoterminowe obligacje skarbowe.

# Spis treści

---

Wprowadzenie .....	1
Makroekonomia, banki centralne i rynek długu .....	3
Strategia rynkowa .....	8
Globalne obligacje korporacyjne .....	11
Globalne rynki akcji .....	14
Akcje polskie .....	16
Podsumowanie .....	18
Słowniczek .....	20
Informacja prawna .....	21

---

# Wprowadzenie



**Jacek Babiński, CFA**

Wiceprezes Zarządu  
 odpowiedzialny za Pion Zarządzania Aktywami

Rok 2021 był kolejnym, który okazał się być bardzo dobrym okresem dla ryzykownych klas aktywów. Było to w dużej mierze zbieżne z naszymi oczekiwaniami. U podstaw naszych założeń znajdowała się teza, że bezprecedensowe działania rządów i banków centralnych, wspierane masowymi szczepieniami przeciw Covid-19, spowodują szybką odbudowę gospodarczą. Działania te w konsekwencji też miały wpłynąć na wzrost ufności konsumentów, poprawę wyników spółek oraz wspierać wyceny nie tylko spółek giełdowych, ale i obligacji korporacyjnych. Tak też w istocie się stało. Jednak ceną jaką przyszło za to zapłacić był dawno niewidziany wzrost inflacji. Na niektórych rynkach wywołał on bardzo gwałtowną wyprzedź obligacji skarbowych (tabela na kolejnej stronie). Tym samym rok 2021 zapisał się jako jeden z najgorszych dla inwestorów lokujących środki w obligacjach skarbowych.

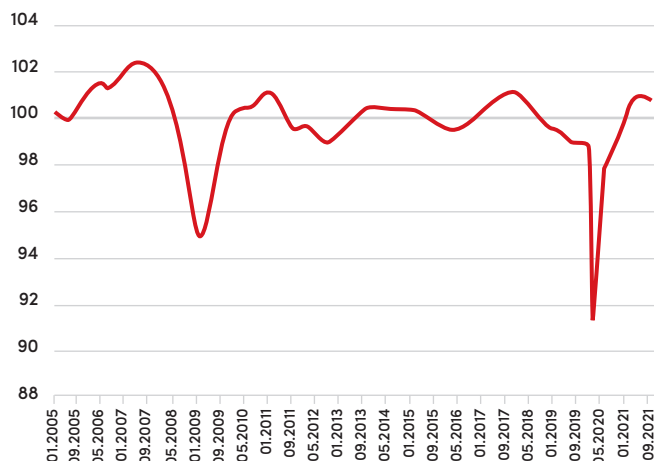
U progu nowego 2022 roku widmo wszechobecnej inflacji kładzie się cieniem na perspektywy zarówno dla gospodarki, jak i rynków finansowych. Z jednej strony, po stosunkowo krótkim załamaniu koniunktury w I połowie 2020 r., większość gospodarek światowych odrobiła już pandemiczne straty, a w rok 2022 wchodzi z nadal bardzo szybko rosnącą sferą ekonomiczną (wykres OECD Total Composite Leading Indicator).

Dodatkowo również zarówno konsumenci, jak i firmy w krajach rozwiniętych znajdują się w bardzo dobrej kondycji finansowej. Zostali oni wsparci w trakcie pandemii transferami rządowymi, niskim kosztem finansowania oraz poczynionymi, w trakcie „zamknięć gospodarek”, oszczędnościami. Historycznie patrząc, w takim otoczeniu trudno snuć negatywne wizje dla rynków finansowych.

Z drugiej jednak strony coraz bardziej niepokojące stają się narastające nierównowagi w gospodarce światowej. W tym kontekście wysoki wzrost gospodarczy, mający miejsce w warunkach bardzo niskiego bezrobocia, generujący rekordowe presje inflacyjne i zaburzenia w łańcuchach dostaw, będzie te nierównowagi jeszcze bardziej pogłębiać. Przede wszystkim poprzez dalszy wzrost cen uderzający w siłę nabywczą konsumentów, ale też i ich oczekiwania na przyszłość. Kondycja konsumentów dodatkowo będzie osłabiona przez konieczne zacieśnienie polityki monetarnej i wzrost stóp procentowych. Podobnie toksyczny „miks” zagraża marżom spółek, głównie poprzez rosnące oczekiwania płacowe pracowników, ceny surowców i rosnące koszty finansowania.

Tym samym wymienione powyżej ścieranie się pozytywnych i negatywnych „katalizatorów” będzie sprawiać, iż 2022 rok będzie w naszej ocenie charakteryzować się podwyższoną zmiennością. Może się on okazać dla inwestorów też znacznie bardziej wymagający niż poprzednie lata. W naszym wariancie bazowym zakładamy utrzymanie się dobrej koniunktury

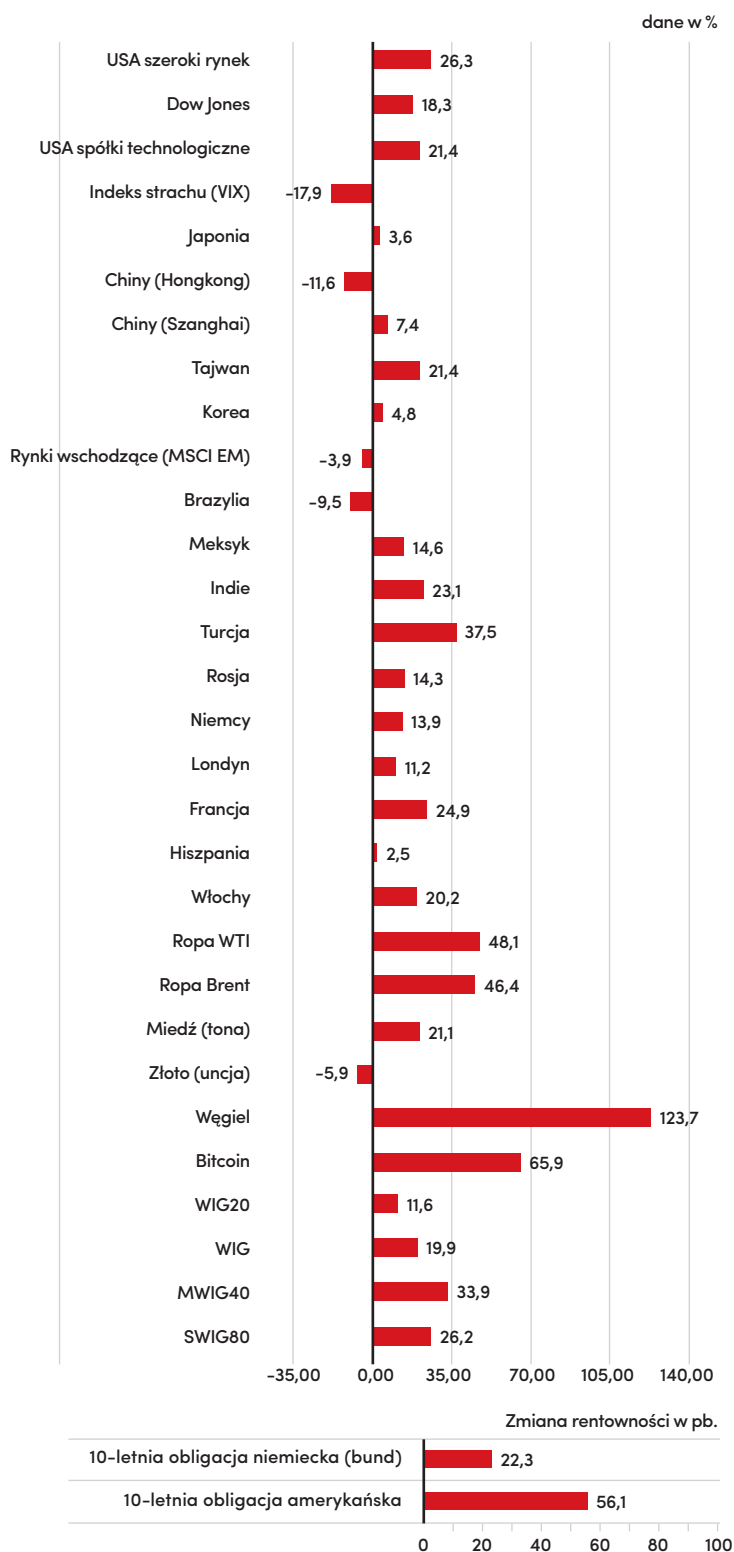
**OECD Total Composite Leading Indicator**



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 13.12.2021 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 – 10.12.2021 r.**



na rynkach finansowych w pierwszej połowie roku. Mając jednak na uwadze rosnące ryzyka i nierównowagi w gospodarce światowej oraz coraz bardziej zdecydowane działania banków centralnych ograniczające płynność na rynkach finansowych uważamy, że warto obecnie rozważyć zmniejszenie ryzyka inwestycyjnego w portfelach akcyjnych czy mieszanych. Z kolei w horyzoncie całego roku pozytywnie oceniamy krótkoterminowe obligacje skarbowe, oferujące znacznie wyższą rentowność niż przed rokiem oraz jednocześnie możliwie niską wrażliwość na wzrost rynkowych stóp procentowych.

Zapraszamy do lektury naszych Perspektyw rynkowych na 2022 rok.

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 13.12.2021 r.

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

# Makroekonomia, banki centralne i rynek długu



**Dariusz Kędziora, CFA**

Dyrektor Zespołu Zarządzania  
Instrumentami Dłużnymi



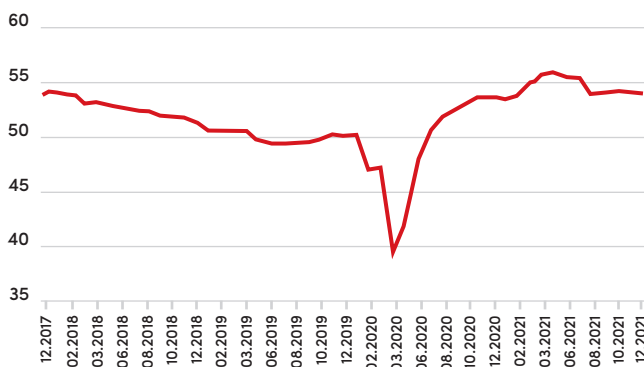
**Radosław Cholewiński, CFA**

Zastępca Dyrektora Zespołu  
Zarządzania Instrumentami Dłużnymi,  
Zarządzający portfelem

## Sytuacja makroekonomiczna i polityka banków centralnych

Gospodarka światowa znajduje się w fazie wzrostu, choć zakładamy, że jego tempo w 2022 r. będzie wolniejsze niż w roku 2021. Symptomy spowolnienia, które były widoczne w III kwartale 2021 r. w niektórych gospodarkach, ustąpiły, a dane makroekonomiczne napływające w ostatnich tygodniach 2021 r. zaskakiwały pozytywnie. Czynnikiem ryzyka dla wzrostu gospodarczego pozostają jednak przerwy w łańcuchach dostaw, związane z występowaniem ognisk pandemii Covid-19. Wzrost w gospodarce światowej może ograniczać również mniej ekspansywna polityka fiskalna (ograniczenie wydatków publicznych) w USA i krajach strefy euro oraz zaostrenie polityki monetarnej w USA (prawdopodobne podwyżki stóp procentowych w 2022 r. i wycofywanie się z programu skupu aktywów).

**Globalny indeks PMI w przemyśle**



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 13.12.2021 r.

**Globalny indeks zaskoczeń w danych makroekonomicznych**



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 13.12.2021 r.

Istotnym problemem w gospodarce światowej pozostaje inflacja, która silnie przyspieszyła w II połowie 2021 r. za sprawą wzrostu cen surowców energetycznych oraz żywności. Ostatnie tygodnie 2021 r. przyniosły jednak wyhamowanie wzrostów cen nośników energii w USA (ceny gazu ziemnego spadły w grudniu do poziomów z sierpnia 2021 r.), podczas gdy w Europie ceny nośników energii utrzymywały się na wysokim poziomie. W dalszym ciągu rosną też ceny żywności, co częściowo wynika z wcześniejszego wzrostu cen gazu ziemnego wykorzystywanego do produkcji nawozów. Ekonomiści ankietowani przez serwis ekonomiczny Bloomberg spodziewają się jednak, że w 2022 r. inflacja w USA, jak również w strefie euro, istotnie wyhamuje, odpowiednio do 2,6% i 1,6% na koniec 2022 roku.

O ile ciężko z dużym prawdopodobieństwem prognozować zachowanie się cen surowców w 2022 r., o tyle są inne sygnały

świadczące o tym, że inflacja może hamować w drugiej połowie wspomnianego roku. Jednym z czynników odpowiadających za wzrosty cen w 2021 roku były problemy z łańcuchami dostaw oraz nienadążanie produkcji dóbr za rosnącym popytem. W ostatnim czasie obserwujemy sygnały świadczące o tym,

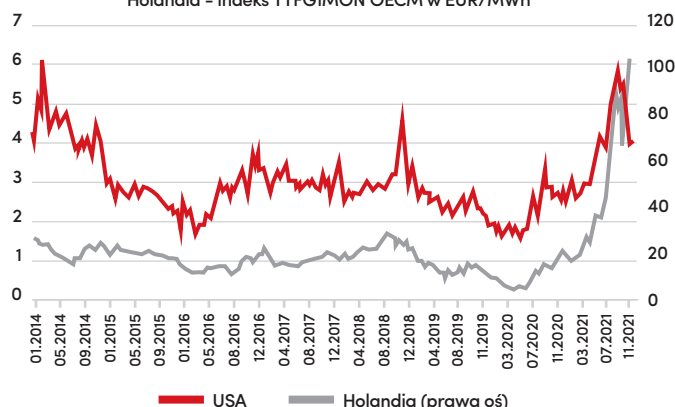
### Ceny frachtu międzynarodowego (w USD)



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 13.12.2021 r.

### Ceny gazu ziemnego w USA i w Holandii

USA - ceny w USD za 10 000 MMBTU (1 MMBTU = 28 m<sup>3</sup> gazu)  
Holandia - indeks TTFIG1MON OECM w EUR/MWh



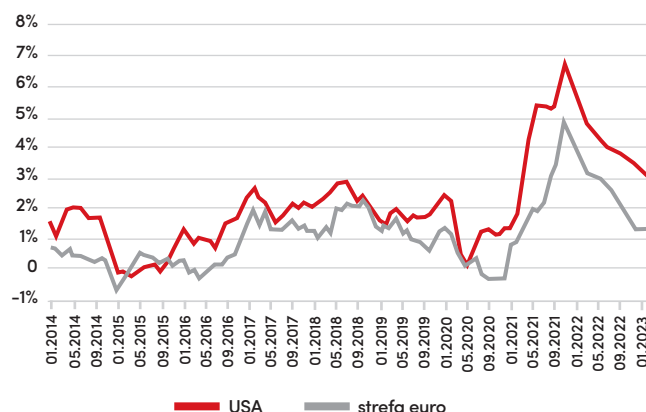
Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 13.12.2021 r.

### Indeks cen żywności FAO



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 13.12.2021 r.

### Inflacja CPI w USA i w strefie euro i konsensus prognoz



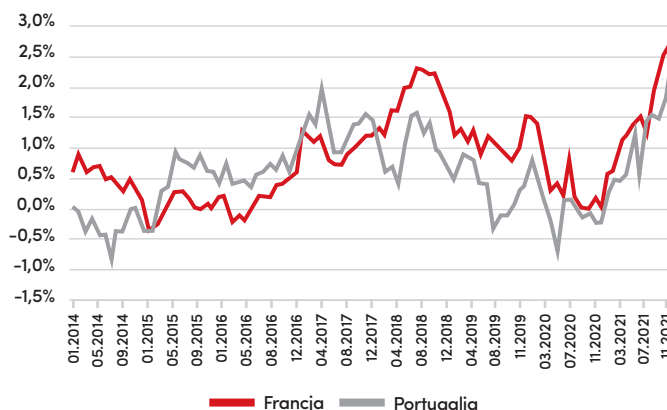
Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 13.12.2021 r.

że strona podażowa może się odbudować w kolejnych miesiącach. Wskaźniki, na które zwracamy uwagę, to chociażby spore spadki cen frachtu oraz znaczące wzrosty zapasów w sektorze przedsiębiorstw. Dodatkowo obserwujemy, iż większość krajów azjatyckich wróciła już do szybkiego tempa wzrostu produkcji. Oczywiście nie są to zmiany, których efekty zobaczymy z dnia na dzień, a nowy wariant może ponownie skomplikować normalizację procesów produkcyjnych i logistycznych.

Jednak na rok 2022 patrzymy konstruktywnie jeśli chodzi o zbilansowanie się globalnego popytu i podaży. Następnym tego byłaby normalizacja ścieżki inflacji.

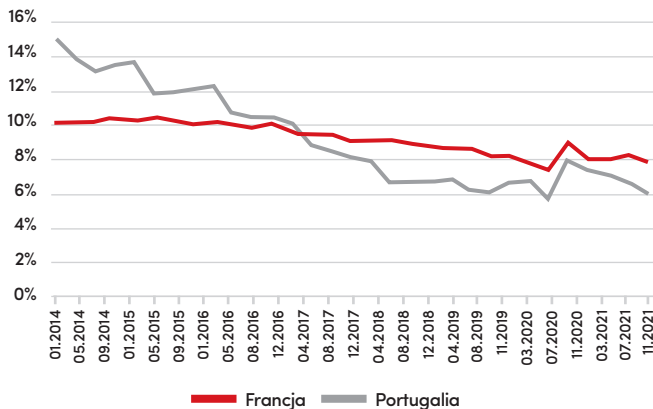
W tym miejscu warto odnotować, że pod względem poziomu inflacji strefa euro wykazuje znaczące zróżnicowanie. Podczas gdy w Niemczech inflacja w listopadzie sięgnęła 5,2% r/r, to

### Inflacja CPI we Francji i Portugalii



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 13.12.2021 r.

### Stopa bezrobocia we Francji i Portugalii



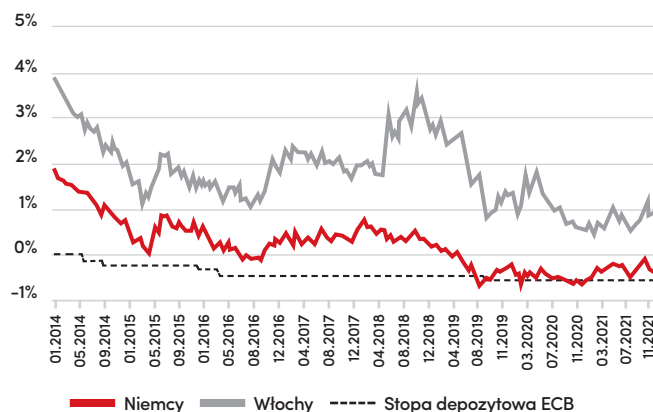
Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 13.12.2021 r.

we Francji, czyli drugiej największej gospodarce UE, inflacja kształtowała się na poziomie tylko 2,8% r/r (czytaj: rok do roku), a w Portugalii było to odpowiednio 2,6% r/r.

Ma to związek z relatywnie wysokim poziomem bezrobocia utrzymującym się w tych krajach (Francja 7,9%, Portugalia 6,1%, dla porównania Polska 3,4% - dane na koniec III kw. 2021 r.), które wzrosło w okresie pandemii, m.in. za sprawą dużej ekspozycji tych gospodarek na sektor usług i nie wróciło jeszcze do poziomów z 2019 r.

Powyższym zjawiskiem można tłumaczyć znacząco większą wstrzemięźliwość, z jaką do zacieśnienia polityki pieniężnej podchodzi Europejski Bank Centralny (ECB) w odróżnieniu od Rezerwy Federalnej (potocznie Fed) w USA. Fed już pod koniec

### Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych Włoch i Niemiec oraz stopa depozytowa ECB



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 13.12.2021 r.

2021 r. rozpoczął ograniczanie programu skupu aktywów (tzw. tapering) i wg nas w 2022 r. z bardzo wysokim prawdopodobieństwem dokona podwyżek stóp procentowych. W strefie euro podwyżki stóp procentowych, wyceniane obecnie przez rynki na koniec 2022 r., nie wydają się nam natomiast prawdopodobne, z uwagi na znaczące rozmiary luki popytowej, która przejawia się w wysokiej stopie bezrobocia w dużej części krajów strefy. Istotnym problemem w strefie euro jest też wzrost rentowności obligacji krajów peryferyjnych, w szczególności Włoch, związany z planowanym zakończeniem nadzwyczajnego pandemicznego programu skupu aktywów (PEPP) na wiosnę 2022 roku. Faktyczne warunki finansowania w krajach peryferyjnych są więc znacznie bardziej restrykcyjne niż wynika to z podstawowej stopy ECB.

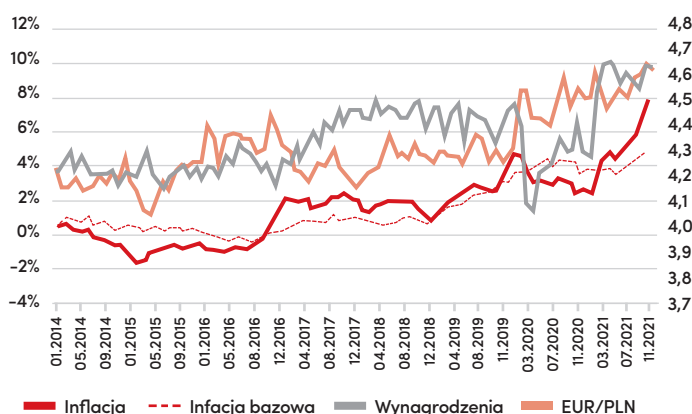
### Polska i kraje Europy Środkowo-Wschodniej

W krajach Europy Środkowo-Wschodniej trwa silne ożywienie gospodarcze, które jest wspierane przez popyt wewnętrzny. W odróżnieniu od krajów strefy euro czy USA, w 2022 r. wg nas jest prawdopodobne utrzymanie się wysokiego tempa wzrostu PKB, do czego może przyczynić się bardziej ekspansywna polityka fiskalna (na Węgrzech potencjalny wzrost wydatków publicznych przed wyborami parlamentarnymi, w Polsce wzrost konsumpcji gospodarstw domowych o niższych dochodach w związku z programem „Polski Ład”). Dodatkowo wzrost gospodarczy w regionie może wspierać dążenie do skracania łańcuchów dostaw przez globalne przedsiębiorstwa i relokacji zakładów produkcyjnych bliżej rynków zbytu, w celu uniknięcia przerw w dostawach typowych dla okresu pandemii. Zjawisko to ma jak na razie charakter anegdotyczny i nie znalazło jeszcze odzwierciedlenia w danych o inwestycjach. Jego ewentualna materializacja miałaby jednak istotne implikacje z punktu widzenia procesów inflacyjnych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej.

Region państw Europy Środkowo-Wschodniej charakteryzował się w II poł. 2021 r. silnym wzrostem inflacji, do czego przyczyniały się przede wszystkim:

- 1) wzrost cen nośników energetycznych i żywności,
- 2) silny popyt wewnętrzny,
- 3) napięta sytuacja na rynku pracy i wzrost wynagrodzeń,
- 4) osłabienie walut tych krajów względem euro i dolara (z wyjątkiem korony czeskiej).

### Inflacja CPI, inflacja bazowa, wzrost wynagrodzeń i zmiana kursu walutowego do euro w Polsce



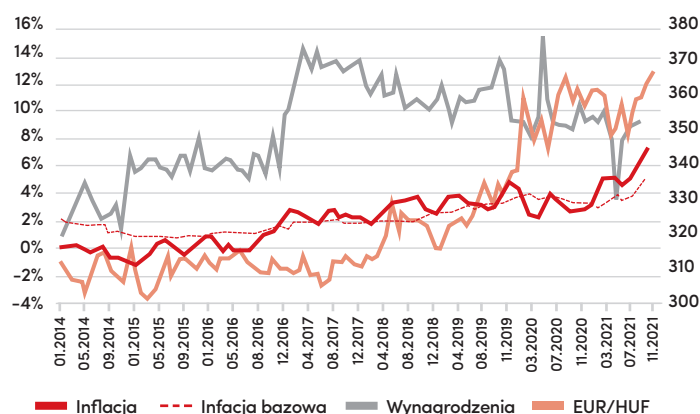
Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 13.12.2021 r.

Konsensus prognoz ekonomistów ankietowanych przez serwis Bloomberg zakłada, że inflacja w większości krajów regionu, w tym w Polsce, osiągnie szczyt w I poł. 2022 r., w kolejnych miesiącach pozostanie jednak na wysokim poziomie. Uwaga inwestorów na rynku obligacji może więc skupiać się na inflacji tak długo, jak wskazane tu przyczyny wzrostu cen będą pozostawać w mocy.

Banki centralne państw Europy Środkowo-Wschodniej, w tym Narodowy Bank Polski, zareagowały na rosnącą inflację podwyżkami stóp procentowych. W 2022 r. można wg nas spodziewać się w tych krajach kontynuacji zacieśnienia polityki pieniężnej (wzrostu stóp), tak długo, aż wystąpi co najmniej jedno ze zdarzeń: 1) spadek bieżącego wskaźnika inflacji, 2) umocnienie lokalnej waluty, 3) modele prognostyczne stosowane przez banki centralne będą wskazywać spadek inflacji do celu w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej (1-2 lata). Dodatkowym uwarunkowaniem polityki banków centralnych jest obserwowane w większości krajów Europy Środkowo-Wschodniej pogorszenie rachunku obrotów bieżących, skutkujące osłabieniem polskiego złotego czy węgierskiego forinta, czy w przypadku korony czeskiej – brakiem umocnienia waluty mimo znaczących podwyżek stóp procentowych.

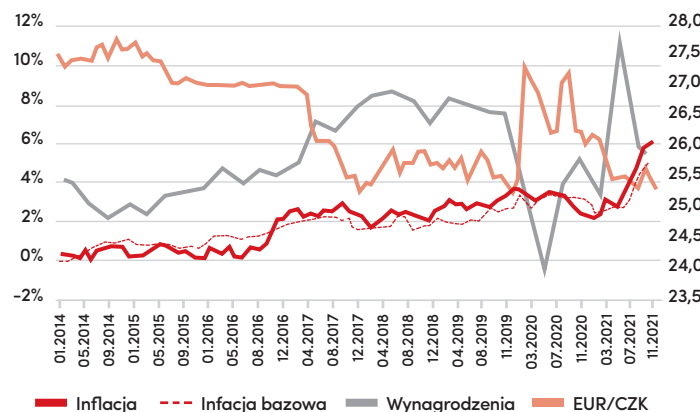
We wszystkich trzech krajach: Polsce, Czechach i na Węgrzech, podstawowe stopy procentowe banku centralnego zostały już podniesione powyżej poziomu sprzed wybuchu pandemii. Najwyższy poziom stóp na koniec 2021 r. charakteryzował Czechy (2,75%), jednocześnie w tej gospodarce skala podwyżek stóp procentowych była jak dotąd największa (225 pb.)

### Inflacja CPI, inflacja bazowa, wzrost wynagrodzeń i zmiana kursu walutowego do euro na Węgrzech



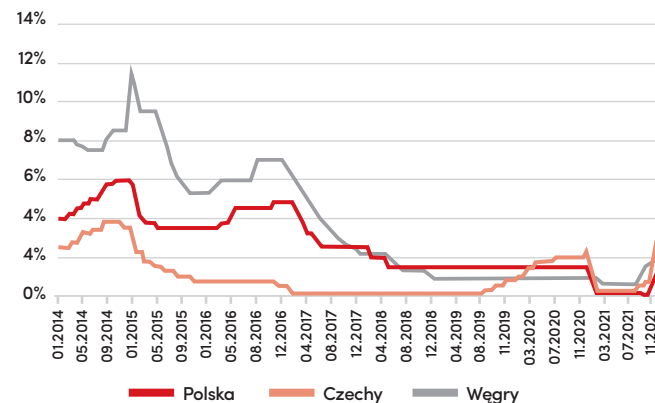
Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 13.12.2021 r.

### Inflacja CPI, inflacja bazowa, wzrost wynagrodzeń i zmiana kursu walutowego do euro w Czechach



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 13.12.2021 r.

### Stopy procentowe banków centralnych w Polsce, Czechach i na Węgrzech



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 13.12.2021 r.

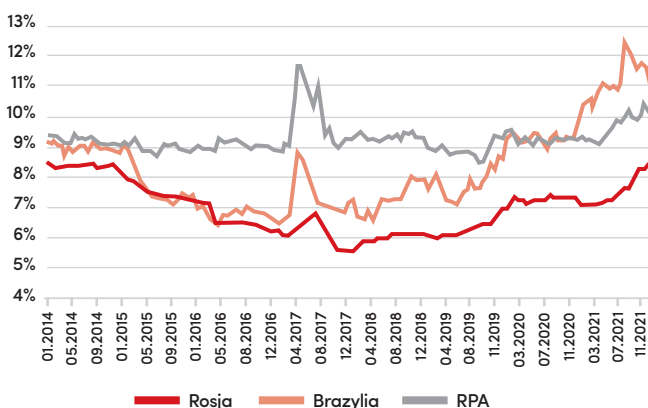


i zacieśnienie polityki pieniężnej zaczęło się najwcześniej (wiosna 2021 r.), a kurs korony czeskiej do euro zachowywał się relatywnie lepiej niż kurs złotego czy forinta. Na tej podstawie, oraz z wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego, można wnioskować, że w Czechach koniec podwyżek jest już bliski. Natomiast w Polsce (główna stopa 1,75%, skala podwyżek 165 pb.) i na Węgrzech (odpowiednio 2,10% i 120 pb.) cały czas pozostaje jeszcze przestrzeń do dalszych podwyżek. Przypomnijmy tylko, że 100 pb. (punktów bazowych) to jeden punkt procentowy.

## Kraje rozwijające się

Rok 2021 był bardzo trudnym rokiem dla rynków krajów rozwijających się. Rosnąca inflacja uderzyła wyjątkowo mocno w krajach, w których udział surowców i żywności stanowi pokaźny udział koszyka inflacyjnego. W odróżnieniu od państw rozwiniętych, tutejsze oczekiwania inflacyjne są dużo bardziej podatne na wahania bieżących cen, co wymusiło na decydentach podjęcie dość radykalnego zacieśnienia polityki monetarnej. Dla przykładu stopy procentowe w Brazylii wzrosły z 2% do 9,25%, a w Rosji z 4,25% do 7,5%, a możliwe, że skończymy rok na 8,5%. Tak gwałtowne wzrosty stóp procentowych, połączone ze środowiskiem umacniającego się dolara, znaczącym wyhamowaniem wzrostu w Chinach oraz przeciągającą się pandemią spowodowały odpływ kapitału z rynków wschodzących. W wielu krajach doszło do znaczącej redukcji udziału inwestorów zagranicznych w lokalnych rynkach obligacji.

**Rentowności obligacji 10-letnich Brazylii, Rosji i RPA (za 2021 r.)**

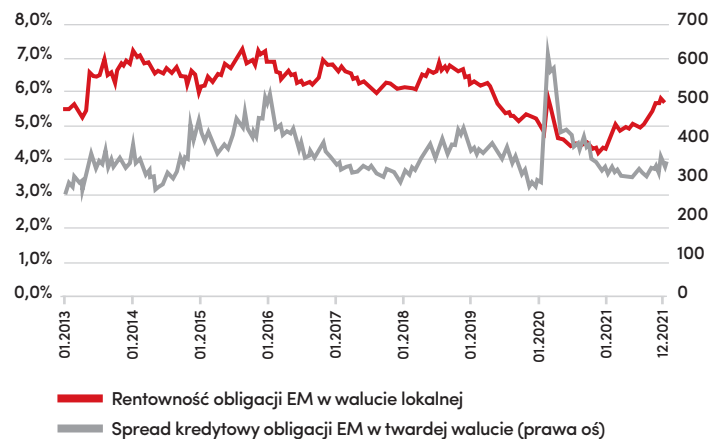


Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 13.12.2021 r.

Początek 2022 roku dalej zapowiada się na pełen wyzwań jeśli chodzi o rynki wschodzące. Zacieśnianie polityki monetarnej

przez amerykańską Rezerwę Federalną nie zachęca do alokacji kapitału w stronę obligacji z wyższym ryzykiem kredytowym. Natomiast banki centralne niektórych krajów, jak chociażby wspomniana już Rosja, zbudowały już wcześniej odpowiedni bufor w postaci wysokich stóp nominalnych.

**Rentowność indeksu obligacji EM w walucie lokalnej (np. GBI EM) + spread kredytowy na EM (EMBI)**



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 13.12.2021 r.

Sądzymy zatem, że przecena na rynkach wschodzących może zakończyć się w najbliższych miesiącach. Atrakcyjne rentowności i poprawa sytuacji pandemicznej mogą być czynnikami, które z powrotem przyciągną kapitał międzynarodowy. W grupie krajów, które wyglądają wyjątkowo atrakcyjnie pod względem wyceny, jest Rosja, która w naszej opinii na koniec 2022 roku będzie się mogła pochwalić jednymi z najwyższych realnych stóp procentowych na świecie. Problemem są tu jednak ryzyka geopolityczne. Drugim krajem, na który patrzymy konstruktywnie jest RPA, gdzie mamy ekstremalnie stromą krzywą dochodowości kompensującą słabe fundamenty gospodarcze tego kraju. W naszej ocenie, w przyszłym roku, atrakcyjniejsze będą obligacje rynków wschodzących w walucie lokalnej, gdzie doszło do największej przeceny w 2021 roku. Obligacje denominowane w walucie twardej (EUR i USD) mogą być bardziej podatne na szoki na rynkach finansowych, gdyż spread'y kredytowe pozostają na historycznie niskich poziomach (pomimo rozszerzenia w IV kwartale 2021 r.).

## Strategia rynkowa



### Dariusz Kędziora, CFA

Dyrektor Zespołu Zarządzania  
Instrumentami Dłużnymi



### Radosław Cholewiński, CFA

Zastępca Dyrektora Zespołu  
Zarządzania Instrumentami Dłużnymi,  
Zarządzający portfelem



### Łukasz Tokarski, CFA

Zarządzający portfelem,  
Zespół Zarządzania  
Instrumentami Dłużnymi

W pierwszej połowie roku rynki będą dalej pod presją wysokiej inflacji. Dodatkowo inwestorzy będą musieli się zmierzyć z pierwszymi podwyżkami stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych. Oba te czynniki będą najprawdopodobniej prowadzić do wyższej zmienności na rynkach finansowych. Wielu inwestorów i obserwatorów rynku spodziewa się powtórki z 2018 roku, kiedy podwyżki stóp procentowych w dużej mierze doprowadziły do turbulencji rynkowych i zmusiły Fed do zakończenia cyklu podwyżek. Jest to główna przyczyna dlaczego obecnie stopa terminowa w USA wyceniana przez rynek jest sporo poniżej projekcji członków Fedu. Rynek nie wierzy, iż tym razem stopy będą mogły być podniesione zbyt wysoko.

Podwyższona zmienność na rynkach finansowych, której się spodziewamy, nie powinna powstrzymać członków amerykańskiej Rezerwy Federalnej przed podnoszeniem stóp procentowych w 2022 roku (o ile nie wydarzy się jakiś nieprzewidywalny szok). Sądzymy jednak, iż rynek pozostanie w trybie kwestionowania skali możliwego zacieśnienia. W rezultacie spodziewamy się wzrostów rentowności obligacji amerykańskich, ale będzie to ruch zdominowany przez wzrosty na krótkim końcu i środku krzywej dochodowości. Wg nas krzywa dochodowości w USA powinna pozostać relatywnie płaska lub dojdzie nawet do dalszego jej wypłaszczenia. Długi koniec krzywej rentowności może również zachowywać się znacznie lepiej, gdyby doszło do jakiegoś szoku, czy to gospodarczego, czy geopolitycznego.

Zakładając, iż nasz scenariusz na rynku amerykańskich obligacji okaże się słuszny (tzn. że nie będziemy mieli do czynienia z dużą wyprzedzą długoterminowych obligacji), a w drugiej połowie roku zgodnie z prognozami zobaczymy znaczące

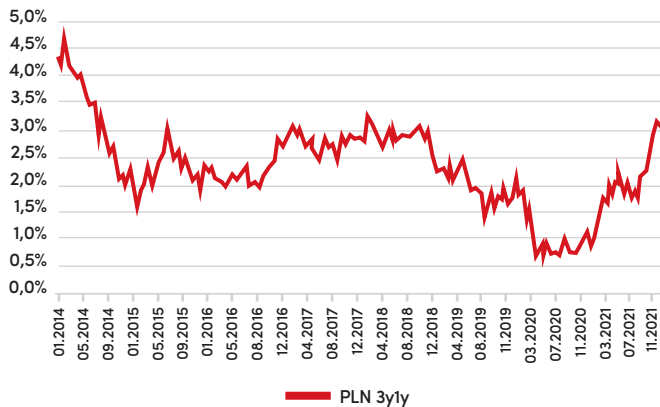
hamowanie tempa inflacji, uważamy iż środowisko do inwestowania w obligacje może się znacząco polepszyć. Obecnie alokacja globalnych inwestorów, do klasy aktywów jakim są obligacje, znajduje się na historycznie niskich poziomach. Dlatego, w naszej ocenie, nawet nieduże zmiany alokacji na korzyść obligacji mogą doprowadzić do poprawy stóp zwrotu funduszy obligacyjnych. Tym bardziej, że rentowności na wielu rynkach znalazły się już na wysokich poziomach.

Trwające ożywienie gospodarcze w połączeniu z wysoką inflacją oraz z podwyżkami stóp procentowych przez banki centralne tworzą trudne otoczenie do inwestowania w obligacje. Rentowności polskich obligacji skarbowych silnie wzrosły w 2021 r., a tempo tego wzrostu wyraźnie przyspieszyło w ostatnich miesiącach roku. Przemawiałoby to za ostrożnym podejściem do obligacji stałoprocentowych w I połowie 2022 r. Z drugiej strony, instrumenty pochodne na stopy procentowe wyceniają już znaczące podwyżki stóp NBP, powyżej 3,00%. Ostatni raz oczekiwane przez rynek stopy procentowe były na tak wysokim poziomie na początku 2018 r., w szczycie poprzedniego cyklu koniunkturalnego (choć podwyżki stóp wówczas nie zmaterializowały się). Może to oznaczać, że wzrostowy trend rentowności polskich obligacji skarbowych wkroczył już w dojrzałą fazę, co z kolei przemawiałoby za ograniczoną skalą niedoważenia obligacji stałoprocentowych.

Nie można wykluczyć, że w trakcie 2022 r. dojdzie do zmiany trendu na rynku polskich obligacji skarbowych. Po stronie czynników makroekonomicznych (fundamentalnych) przyczynami takiej zmiany mogłoby być:

- 1) osiągnięcie przez inflację szczytu i jej stopniowy spadek,

### Implikowana 1-roczna stopa procentowa za 3 lata (3y1y) w złotych polskich



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 13.12.2021 r.

- 2) zakończenie cyklu podwyżek stóp procentowych przez NBP,
- 3) wyraźne (co najmniej 5%) umocnienie kursu złotego do głównych walut,
- 4) wyhamowanie (głębsze niż obecny konsensus prognoz) wzrostu gospodarczego.

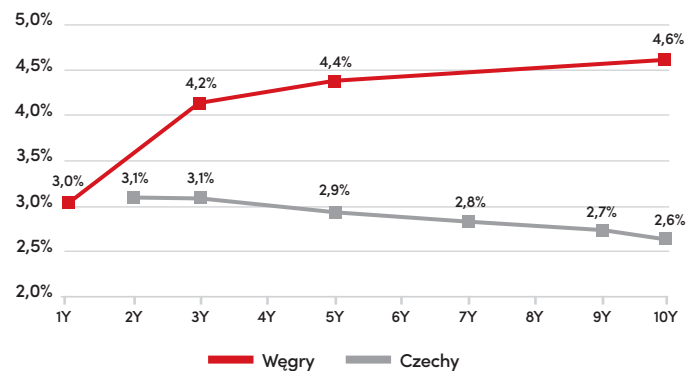
Ewentualne wystąpienie któregokolwiek z powyższych czynników uzasadniałoby rewizję przyjętych tu założeń inwestycyjnych i zdecydowanie bardziej konstruktywne podejście do obligacji skarbowych.

Bardziej konstruktywne nastawienie mamy natomiast do obligacji zmiennoprocentowych, zarówno skarbowych, jak i nieskarbowych. Do tych drugich zaliczamy przede wszystkim obligacje korporacyjne oraz obligacje jednostek samorządu terytorialnego. Podwyżki stóp procentowych sprawiły, że ten segment obligacji zyskał atrakcyjność z punktu widzenia oczekiwanych stóp zwrotu. Sytuacja gospodarcza w Polsce jest cały czas na bardzo dobrym poziomie i nie oczekujemy gwałtownego jej pogorszenia w 2022 roku. Jeżeli te oczekiwania się sprawdzą, powinno to stabilizować premię za ryzyko (tzw. spread'y kredytowe). Według nas szczególnie w pierwszej połowie roku, kiedy niepewność wokół inflacji będzie się utrzymywać, ten segment rynku obligacyjnego powinien oferować inwestorom atrakcyjną alternatywę, w stosunku do innych, bardziej ryzykownych klas aktywów.

W odróżnieniu od poprzednich lat, inwestycje w dług Czech czy Węgier nie będą stwarzały oczywistych okazji inwestycyjnych. Przyczyną tego jest silne podobieństwo warunków

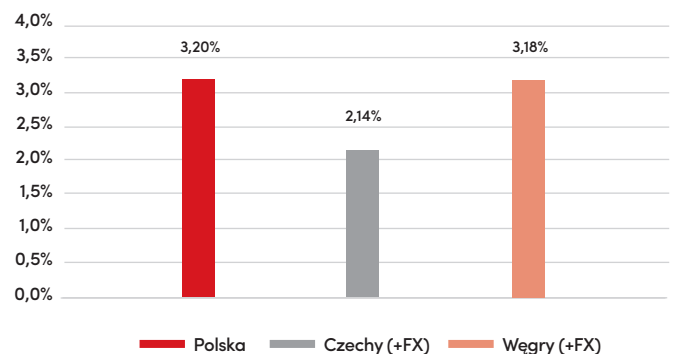
makroekonomicznych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej oraz występująca, po raz pierwszy od wielu lat, synchronizacja cyklu podwyżek stóp procentowych przez banki centralne w regionie. Dodatkowo skala wycenionych podwyżek stóp procentowych jest znacząca. W Czechach instrumenty pochodne wyceniają już obniżki stóp w 2023 roku, w rezultacie czego krzywa dochodowości jest odwrócona. Na Węgrzech krzywa dochodowości jest natomiast tylko minimalnie wznosząca. Z perspektywy inwestora oznacza to, że inwestycja w czeskie obligacje skarbowe po zabezpieczeniu ryzyka walutowego daje znacznie niższą rentowność niż inwestycja w polskie obligacje, a inwestycja w węgierskie obligacje skarbowe po zabezpieczeniu ryzyka walutowego daje tylko porównywalną rentowność co inwestycja w polskie obligacje.

### Krzywe dochodowości w Czechach i na Węgrzech



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 13.12.2021 r.

### Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych Czech i Węgier po zabezpieczeniu ryzyka walutowego (trzymiesięczny kontrakt) i rentowności 10-letnich obligacji skarbowych Polski

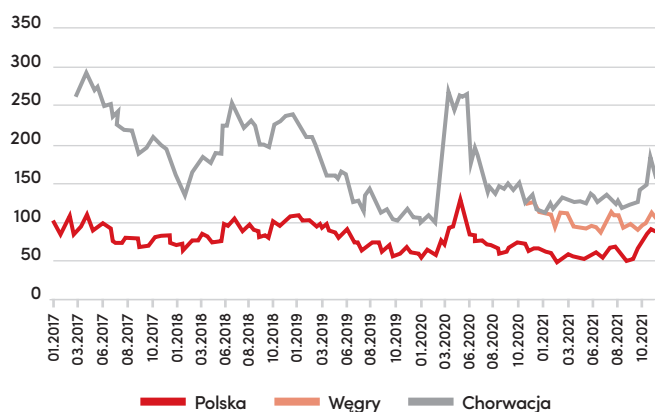


Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 13.12.2021 r.

Na rynku obligacji skarbowych państw Europy Środkowo-Wschodniej denominowanych w euro i dolarze (euroobligacji) zamierzamy aktywnie i jednocześnie selektywnie wykorzystywać pojawiające się okazje inwestycyjne. Ożywienie gospodarcze w Europie Środkowo-Wschodniej powinno fundamentalnie sprzyjać utrzymaniu się niskiej premii za ryzyko związanej z inwestowaniem w dług tych krajów, ze względu na lepsze dochody podatkowe i spadek potrzeb pożyczkowych. W przeciwieństwie do długu państw peryferyjnych strefy euro, euroobligacje państw Europy Środkowo-Wschodniej spoza strefy nie są objęte programem skupu aktywów realizowanych przez ECB. W związku z tym zakończenie programu

PEPP wiosną 2022 r. nie powinno mieć negatywnego wpływu na relację popytu/podaży na tym rynku. W IV kw. 2021 r. doszło jednak do rozszerzenia spread'ów kredytowych euroobligacji rynków wschodzących, w tym państw Europy Środkowo-Wschodniej, co można wiązać z odpływami z globalnych funduszy dedykowanych tej klasie aktywów. Dane o napływach do globalnych funduszy obligacji wskazują jednak, że sprzedającymi były fundusze zarządzane pasywnie, co przemawia za traktowaniem tego ruchu jako okazji inwestycyjnej w przypadku tych krajów, w których fundamenty nie uzasadniają rozszerzenia spread'ów kredytowych.

**Spread'y kredytowe 10-letnich obligacji  
Polski, Węgry i Chorwacji denominowanych w euro**



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 13.12.2021 r.

**Odpływy z globalnych funduszy obligacyjnych  
w IV kw. 2021 r. (dane w mln USD)**

	Odpływ od 24.11.2021 r. do 01.12.2021 r.	Odpływ od 17.11.2021 r. do 24.11.2021 r.
<b>Razem</b>	<b>-1 429</b>	<b>-408</b>
Twarda waluta	-401	-192
Lokalna waluta	-973	-115
Mieszana waluta	-55	-101
<b>ETF</b>	<b>-970</b>	<b>-443</b>
<b>Pozostałe</b>	<b>-459</b>	<b>35</b>

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 13.12.2021 r.

# Globalne obligacje korporacyjne



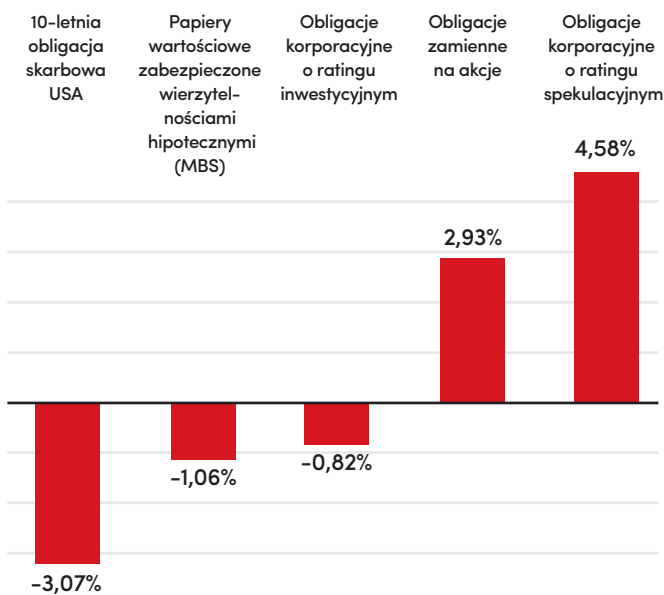
**Karol Ciuk, CFA, CAIA**

Dyrektor Zespołu  
 Zarządzania Strategiami Globalnymi,  
 Zarządzający portfelem

Rok 2021 okazał się być okresem zróżnicowanych stóp zwrotu na rynkach globalnych obligacji korporacyjnych. W zależności od segmentu rynku można było uzyskać ujemne, jak i dodatnie stopy zwrotu. Zyskowne okazało się podjęcie wyższego ryzyka kredytowego i inwestycja w papiery o ratingu spekulacyjnym tzw. high yield. Z drugiej strony rosnące rentowności obligacji skarbowych wywierały presję na obligacje o ratingu inwestycyjnym, tzw. investment grade, które są bardziej wrażliwe na ryzyko stopy procentowej.

Na przykładzie rynku amerykańskiego (patrz wykres poniżej) możemy zauważyć, jak rosnące rentowności obligacji skarbowych wpływały na stopy zwrotu. Amerykańska 10-letnia obligacja skarbową straciła aż 3,07%, a rentowność dziesięcio-

**Stopy zwrotu na przykładzie różnych segmentów amerykańskich obligacji od początku 2021 r.**

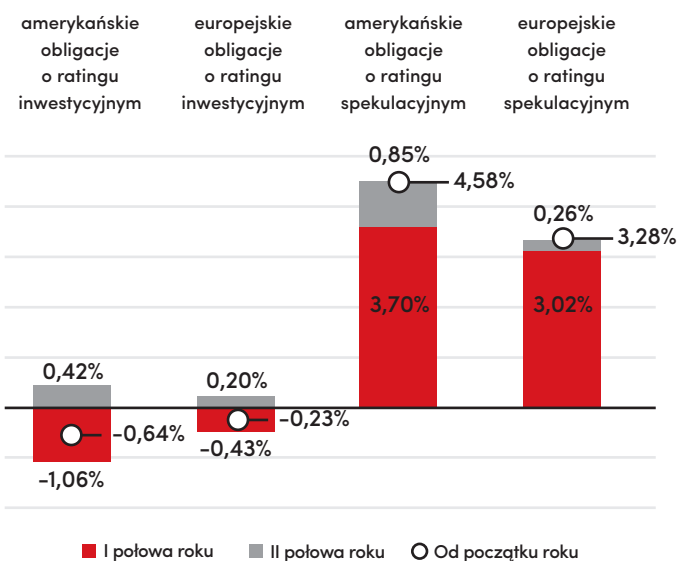


Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 13.12.2021 r.

letniego długu w USA wzrosła z poziomu 0,91% na początku roku, do 1,44% (na dzień przygotowywania tego materiału, tj. 13-go grudnia 2021 r.). Pamiętajmy, że wzrosty rentowności oznaczają spadek cen obligacji, co wynika ze wspomnianego ryzyka stopy procentowej. Podobna sytuacja miała miejsce na rynku europejskim, gdzie rentowność niemieckich obligacji wzrosła z -0,57% do -0,36% także obniżając ceny. W konsekwencji również obligacje korporacyjne o ratingu inwestycyjnym zakończyły rok na minusie, choć wyraźnie niższym niż skarbowe, co wynika z ich wyższego oprocentowania. Na drugim biegunie znalazły się obligacje korporacyjne o ratingu spekulacyjnym oraz obligacje zamienne na akcje, które zyskiwały korzystając z dobrego otoczenia panującego na rynku ryzykownych klas aktywów.

Na rynku długu korporacyjnego większe zróżnicowanie stóp zwrotu obserwowaliśmy w pierwszej połowie roku (wykres: Amerykańskie i europejskie obligacje korporacyjne). W tym okresie wyraźnie wzrosły rentowności obligacji skarbowych, co przełożyło się także na spadek cen obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym w Stanach Zjednoczonych o ponad 1% i w Europie o około 0,4%. W tym samym czasie obligacje o ratingu spekulacyjnym zyskały odpowiednio 3,7% oraz 3%, dzięki wyraźnie zawężającym się spread'om kredytowym (spread kredytowy to dodatkowa rentowność ponad analogiczną obligację skarbową, która wynagradza za wyższe ryzyko w przypadku emitenta obligacji korporacyjnych – spadek/wzrost spread'ów przekłada się na wzrost/spadek cen obligacji). Druga połowa roku to już dużo mniejsze rozbieżności w stopach zwrotu. Dla długu korporacyjnego o ratingu inwestycyjnym i spekulacyjnym w Europie stopy zwrotu były podobne i zbliżone do 0,2% z lekką przewagą długu o wyższym ryzyku. W przypadku rynku w Stanach Zjednoczonych stopy zwrotu były nieco wyższe, dla obligacji o ratingu spekulacyjnym wyniosły 0,9% i 0,4% dla obligacji o ratingu inwestycyjnym.

### Amerykańskie i europejskie obligacje korporacyjne – stopy zwrotu od początku 2021 r.



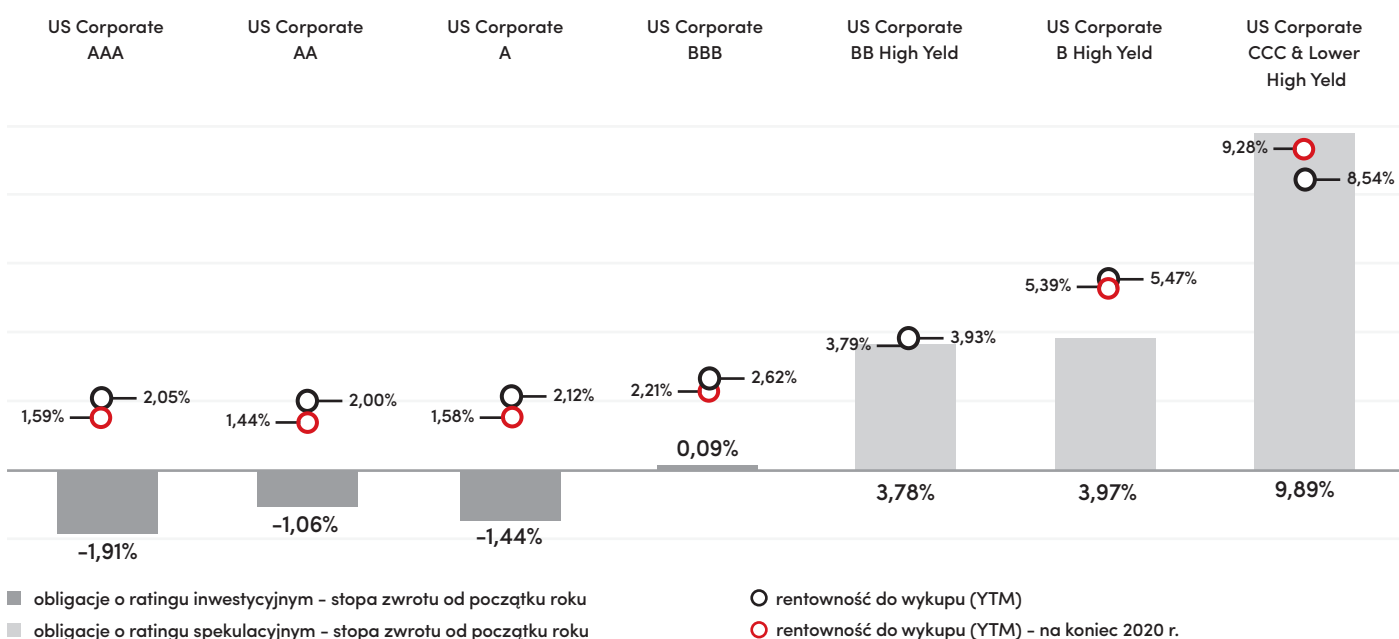
Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 13.12.2021 r.

Jeszcze bardziej interesująco wyglądała sytuacja z perspektywy poszczególnych ratingów kredytowych w Stanach Zjednoczonych (im wyższy rating, tym niższe ryzyko upadłości emitenta). Jak widać, z perspektywy indeksu o ratingu inwestycyjnym od BBB do AAA stopy zwrotu wahały się od 0% do

-1,9% (wykres: Stopy zwrotu i rentowności amerykańskich obligacji korporacyjnych). Paradoksalnie, ze względu na wzrost rentowności, „najbezpieczniejsze” papiery dłużne zachowywały się najstabiliej. Obecnie rentowność obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym oscyluje w okolicy 2,4% dla całego rynku (na początku 2021 roku było to ok. 1,9%), w porównaniu do ok. 5% dla obligacji high yield (na początku 2021 roku rentowność była zbliżona). Oczywiście, w przypadku tej drugiej grupy rozbieżność jest duża, bo można znaleźć obligacje zarówno z rentownością poniżej 4%, jak i powyżej 8%. Co istotne, jedyną grupą, gdzie rentowności spadły, są obligacje o ratingu CCC i niższym, co wynika z najsilniejszego wzrostu właśnie w tym segmencie rynku. Pisząc wprost, najwięcej można było zyskać inwestując w najbardziej ryzykowne emisje, których ryzyko upadłości jest najwyższe i to właśnie tam wyceny wzrosły najmocniej.

Powyższy opis sytuacji panującej na rynku w 2021 roku jest istotny dla perspektyw na rok kolejny. Jak zatem mogą wyglądać globalne rynki obligacji korporacyjnych w 2022 roku? Rentowność obligacji skarbowych na rynkach rozwiniętych pozostaje na niskim poziomie. Przy kontynuacji ożywienia gospodarczego, główne banki centralne będą najprawdopodobniej ograniczały poziom akomodacji monetarnej, poprzez redukcję programów skupów aktywów, a amerykański FED z dużym prawdopodobieństwem rozpocznie podwyżki stóp

### Stopy zwrotu i rentowności amerykańskich obligacji korporacyjnych od początku 2021 r.



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 13.12.2021 r.

procentowych. Z tej perspektywy dalszy wzrost rentowności obligacji skarbowych może, podobnie jak w 2021 roku, ograniczać stopy zwrotu także na rynku obligacji korporacyjnych. Z drugiej strony sytuacja z perspektywy podaży na rynku wskazuje wg nas, że nowych emisji na rynkach rozwiniętych nie powinno przybywać w tempie sygnalizującym zbliżające się załamanie na rynku. Wiele spółek skutecznie zrefinansowało swoje zadłużenie już w poprzednich kwartałach, a rynek wsparty banki centralne, które dostarczyły dużą dawkę płynności. Jednocześnie, ze względu na odbudowę sytuacji gospodarczej, wielu emitentów poprawia sytuację płynnościową i agencje ratingowe najprawdopodobniej w kolejnych kwartałach podniosą ich ocenę z poziomu spekulacyjnego do inwestycyjnego (tzw. rising stars). Wśród potencjalnych kandydatów na rynku amerykańskim możemy wymienić emisje znanych globalnych marek jak Ford czy Kraft Heinz Foods, których oceny kredytowe zostały obniżone do poziomu spekulacyjnego w związku z załamaniem gospodarczym na początku pandemii, a stanowią istotny komponent indeksu. Według banku JP Morgan przejście do grona investment grade może dotyczyć emisji obligacji high yield wartych nawet ok. 277 mld dolarów i w konsekwencji wpłynąć na ograniczenie wielkości rynku amerykańskich high yield'ów o ok. 10% na koniec 2022 roku. Ograniczenie podaży jest czynnikiem wspierającym dla wycen, które znalazły się na wysokim poziomie. Jednocześnie wysokie wyceny stanowią jedno z istotnych ryzyk dla inwestorów, o którym warto wspomnieć. Spread'y kredytowe dla rynku obligacji korporacyjnych high yield i investment grade są na poziomach wyraźnie niższych od historycznych średnich (patrz tabela: Poziom spread'ów kredytowych dla obligacji korporacyjnych w USA i Europie). Co więcej, w przypadku Stanów Zjednoczonych, w połowie 2021 roku spread'y osiągnęły swoje najniższe poziomy od 2007 roku. Z tej perspektywy możemy jasno stwierdzić, że stosunek tzw. zysku do ryzyka uległ pogorszeniu.

## Skąd zatem tak optymistyczne wyceny i co one oznaczają dla inwestorów?

Przede wszystkim wyższa od pierwotnych oczekiwań dynamika ożywienia gospodarczego znacząco zredukowała oczekiwane stopy bankructw (tzw. default rate). Według prognoz rynkowych w 2022 roku stopy bankructw na rynku obligacji high yield mogą spaść poniżej 1% w porównaniu do średniej historycznej na poziomie ok. 3,5%. To pozytyw, ale w zderzeniu z niskim poziomem spread'ów wskazuje, że większość dobrych informacji została już zdyskontowana przez rynki i potencjał do wzrostu wycen jest ograniczony. Dlatego bardzo istotna pozostanie selekcja odpowiednich emitentów. To, co wydaje się nam kluczowe dla perspektyw, to bieżąca rentowność inwestycji (tzw. YTM – yield to maturity), która dla obligacji high yield w Stanach Zjednoczonych i w Europie kształtuje się na poziomie odpowiednio 5% i 3,2%. Dla obligacji o ratingu inwestycyjnym jest to analogicznie 2,4% i 0,5%. Bieżąca rentowność stanowi dla nas istotną wskazówkę, która sugeruje, jaki poziom zysków jest możliwy do osiągnięcia w 2022 roku z perspektywy bieżącego oprocentowania (musimy jednak pamiętać, że wspomniana bieżąca rentowność nie jest tożsama z wynikiem funduszy). Jak widać, wciąż są to wartości dodatnie, jednak poniżej historycznych średnich.

Podsumowując, niska bieżąca rentowność, w połączeniu z niskim poziomem spread'ów kredytowych i perspektywą wzrostu rentowności obligacji skarbowych na głównych rynkach rozwiniętych, sugeruje, że selekcja spośród emitentów papierów o zróżnicowanym ratingu kredytowym, jak i terminie zapadalności, będzie kluczowa dla finalnego wyniku portfela obligacji korporacyjnych. Oczywiście, ze względu na wyższą rentowność, to obligacje high yield mają większy potencjał niż investment grade, jednak przy wyraźnie wyższej oczekiwanej zmienności, która w naszej ocenie w 2022 roku będzie bardziej widoczna na rynkach finansowych.

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

Spread kredytowy (punkty bazowe) – OAS	Spread	zmiana od 31.12.2020 r.	średnia 10 lat	mediana 10 lat	minimum 10 lat	średnia 10 lat	poziom indeksu	przedział	maksimum 10 lat
amerykańskie obligacje o ratingu inwestycyjnym (IG)	100	-3	139	132	86	✗	✗	←→	401
europejskie obligacje o ratingu inwestycyjnym (IG)	99	6	126	115	74	✗	✗	←→	328
amerykańskie obligacje o ratingu spekulacyjnym (HY)	333	-53	467	435	302	✗	✗	←→	1087
europejskie obligacje o ratingu spekulacyjnym (HY)	342	-13	434	391	233	✗	✗	←→	1042

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 13.12.2021 r.

# Globalne rynki akcji



**Andrzej Kubacki, CFA**

Dyrektor Zespołu  
Zarządzania Akcjami



**Piotr Stopiński, CFA**

Zastępca Dyrektora  
Zespołu Zarządzania Akcjami

Po dobrym roku 2021, w którym globalny indeks akcji wzrósł o około 20% (patrz tabela), w rok 2022 wchodzimy z umiarkowanym optymizmem, ale też rosnącą ostrożnością. O ile rok 2021 można podsumować jako „rozpędzenie się” światowej gospodarki, o tyle pewnie właśnie mijamy szczyt aktywności ekonomicznej. Wg nas w 2022 roku wzrost globalnego PKB zapewne ustabilizuje się na poziomach niższych niż obserwowane obecnie.

## Indeksy akcji

Indeks	Stopy zwrotu od początku 2021 r. do 17.12.2021 r.
MSCI WORLD (akcje globalne)	18,8%
MSCI US (akcje amerykańskie)	23,2%
MSCI EUROPE (akcje europejskie)	12,1%
MSCI JAPAN (akcje japońskie)	2,6%

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 17.12.2021 r.

Większość pakietów fiskalnych została już ogłoszona, a polityka monetarna (zgodnie z zapowiedziami głównych banków centralnych) zaczęła być stopniowo zacieśniana (podwyżki stóp procentowych). Inwestorzy (potocznie „rynek”) mogą poczekać na konkretne działania. Nie wystarczają im już same deklaracje, ponieważ dalszy rozwój epidemii stanowi element generujący dużą niepewność dotyczącą dalszej ścieżki globalnego wzrostu. To z kolei przekłada się na dyskusyjność co do tempa zmian w polityce monetarnej. Stąd spodziewamy się w 2022 r. wyższej zmienności na rynkach niż ta, którą obserwowaliśmy w roku poprzednim. Niemniej jednak perspektywy wzrostu PKB dla gospodarki światowej pozostają dobre choćby wg prognoz OECD.

W naszym scenariuszu bazowym uważamy, że w pierwszej połowie roku 2022 zostaną utrzymane dynamiki i zależności, które kształtowały środowisko inwestycyjne w drugiej połowie 2021 roku.

## Globalny wzrost PKB szacowany przez OECD

Rok	PKB
2021	5,5%
2022	4,4%
2023	3,2%

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 17.12.2021 r.

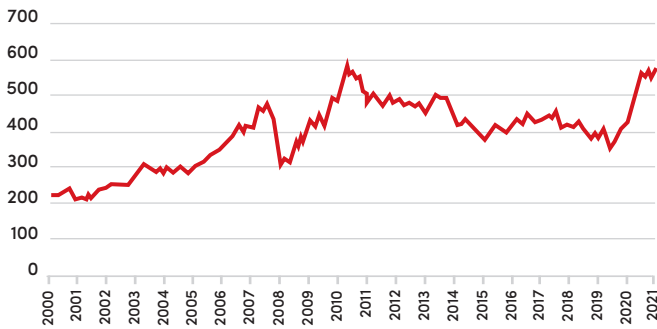
Mamy na myśli przede wszystkim powrót pracowników w USA do zatrudnienia w pełnym wymiarze po zakończeniu pakietów osłonowych (potocznie nazywanych „czekami dla bezrobotnych”), które to w połączeniu z szansami na uchwalenie w USA pakietu fiskalnego tzw. „Build Back Better” (w wolnym tłumaczeniu „odbudowywać lepiej”) dają nadzieję na utrzymanie trwającego ożywienia gospodarczego. W naszym scenariuszu będzie miało ono miejsce zarówno po stronie firm (duże portfele zamówień), jak i konsumpcji (więcej osób aktywnych zawodowo).

W drugiej połowie 2022 roku na równowagę na rynkach może rzutować postępujące zacieśnienie polityki monetarnej i relatywnie wysoka baza porównawcza dla odczytów indeksów aktywności gospodarczej, jakim była druga połowa 2021 roku. Tym samym to właśnie decyzje amerykańskiej Rezerwy Federalnej o tempie ograniczania skali skupu aktywów i momencie rozpoczęcia cyklu podwyżek stóp procentowych będą wg nas bardzo istotnym czynnikiem dla sytuacji na rynkach akcji. Jak podaje serwis Bloomberg, na dzień przygotowania materiału, rynek oczekuje trzech podwyżek stóp procentowych w USA do końca 2022 roku.

Dodatkowym czynnikiem stymulującym wzrost może być stabilizacja cen surowców (patrz wykres Indeks cen surowców CRB) oraz poprawiająca się dostępność komponentów i podzespołów, których brak był szeroko komentowany i udokumentowany w 2021 roku. Pozwoliłoby to na uzupełnienie zapasów w wielu



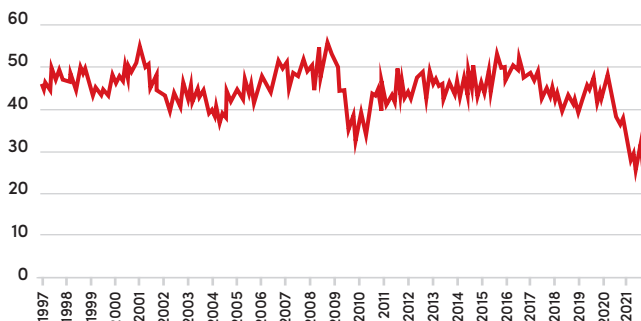
### Indeks cen surowców CRB



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 17.12.2021 r.

sektorach i może być jednym z elementów, który ograniczyłby znaczną inflację. Mówiąc inaczej, wyższa dostępność i podaż komponentów może naturalnie ograniczyć presję cenową. Oczekuje się, że w wyniku pandemii wiele firm będzie chciało mieć wyższe stany zapasów niż było to przed pandemią. Stąd też okres uzupełniania magazynów może być wydłużony w stosunku do poprzednich cykli gospodarczych i poniekąd wydłużyć okres dobrej koniunktury. Jak możemy zaobserwować na wykresie: Indeks zapasów klientów, poziomy zatowarowania klientów są na historycznie niskich poziomach.

### Indeks zapasów klientów



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 17.12.2021 r.

Z tej perspektywy, biorąc pod uwagę wyższe niż rok temu poziomy głównych światowych indeksów, należałoby wg nas skupić się m.in. na firmach, które wpisują się w sekularne trendy wzrostowe. Firmy te oferują wzrost wyników mniej zależny od czynników makroekonomicznych, a które korzystają na zmianach szczególnie w środowisku pracy oraz pozostają beneficjentami wyższych inwestycji i wydatków na automatyzację pracy w magazynach (w wyniku dynamicznego rozwoju sieci logistycznej), na cyfryzację przedsiębiorstw (zastępujących obecne procesy obrotu dokumentów/faktur/raportów systemami zintegrowanymi i zoptymalizowanymi pod kątem pracy zdalnej), oraz trendach związanych z rozpędzającą się „zieloną falą” inwestycji wspierających działania proekologiczne tzw. ESG.

Jeśli mielibyśmy wyróżnić jeden sektor na 2022 rok, to byłaby to ochrona zdrowia (po ang. health care). I to pomimo licznych głosów o obniżaniu cen leków w USA i realizowaniu bardziej agresywnej polityki negocjowania cen z koncernami farmaceutycznymi, które pojawiały się podczas kampanii przy okazji ostatnich wyborów prezydenckich w USA. Sam fakt, że firmy z tej branży wydatnie przyczyniły się do ograniczenia zasięgu pandemii i stosunkowo szybko doprowadziły do stworzenia szczepionki, przeprowadzenia badań klinicznych i powstania odpowiednio wydajnych linii produkcyjnych, zasługuje naszym zdaniem na to wyróżnienie. Dodatkowym aspektem są ogłoszone plany restrukturyzacji w kilku dużych firmach farmaceutycznych, które mogą dodatkowo pomóc w podniesieniu zwrotu na kapitale własnym. Co więcej, spółki z tego sektora wyglądają wg nas kusząco również dla inwestorów poszukujących atrakcyjnego dochodu w postaci dywidendy. Sektor ochrony zdrowia wyceniany jest obecnie z dyskontem do głównego indeksu, tj. C/Z (cena/zysk) na poziomie 17,8 na rok 2022 versus główny indeks MSCI World C/Z na poziomie 18,5, jednocześnie oferując nieznacznie wyższy poziom wzrostu zysku na akcję (tabela poniżej).

### Wycena sektora ochrony zdrowia na tle indeksu MSCI World

Indeks	Wskaźnik cena do zysku na 2022 r. (P/E)	Prognozowany wzrost zysku na akcje w 2022 r.
MSCI WORLD	18,5	6,8%
HEALTH CARE	17,8	8,5%

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 13.12.2021 r.

Pod względem geograficznym wydaje się nam, że Ameryka zaczyna 2022 rok z większym momentum (rozmachem) gospodarczym, chociażby ze względu na brak większych obostrzeń związanych z mutacją koronawirusa jaką jest Delta oraz Omikron. Dodatkowo amerykańskie spółki technologiczne dopiero co zaprezentowały bardzo dobre dane finansowe (raporty za III kwartał 2021 r.). Wydaje się jednak, że w drugiej połowie roku to jednak Europa ma większe pole do nadgonienia, chociażby ze względu na spodziewaną poprawę dostępności komponentów, co powinno szczególnie pomóc branży samochodowej. Niemniej jednak uważamy, że w kontekście całego 2022 roku, w którym spodziewamy się większej zmienności, preferujemy strategię niepowiązane z konkretnymi rynkami. W naszej opinii wiele tzw. „okazji inwestycyjnych” na giełdach ucieka klasycznym podziałom regionalnym, branżowym czy nawet bardziej skomplikowanym. Stąd też preferujemy niebenchmarkowe strategię akcyjne, tj. oparte o wybór spółek nieskrępowany indeksem odniesienia.

# Akcje polskie



**Andrzej Kubacki, CFA**

Dyrektor Zespołu  
Zarządzania Akcjami



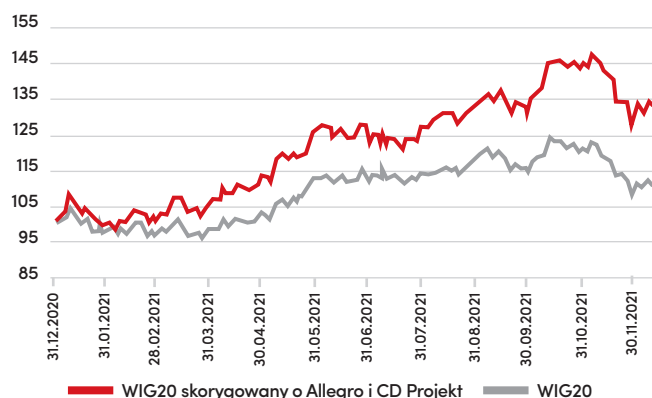
**Piotr Sałata, CFA**

Zarządzający portfelem  
Zespół Zarządzania Akcjami

Rok 2021 należy uznać za udany dla posiadaczy akcji notowanych na krajowej Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW). Trudno jednak mówić o równomiernie rozłożonej hossie, gdy motorami dwucyfrowych wzrostów na szerokim rynku w Warszawie były wyłącznie dwa sektory: finansowy, w tym przede wszystkim banki, oraz paliwowy. Na drugim biegunie znalazły się przedsiębiorstwa z segmentu usług telekomunikacyjnych, w skład którego wchodzi będący pod presją sektor gamingowy (producenci gier komputerowych) oraz Allegro.

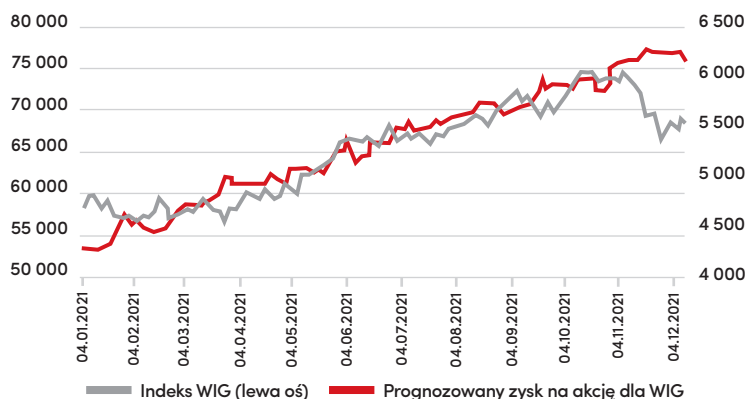
Najbardziej dynamiczne wzrosty kursów akcji zanotowano na spółkach z tzw. „starej gospodarki”, będących pod silną presją w pierwszym roku pandemii. Skalę negatywnego wpływu spółek z „nowej gospodarki” na naszą giełdę przedstawia wykres porównujący zachowanie się WIG20 z teoretycznym indeksem pomniejszonym o udział Allegro i CD Projekt (czerwona linia).

**Indeks WIG20 skorygowany o spółki Allegro i CD Projekt**

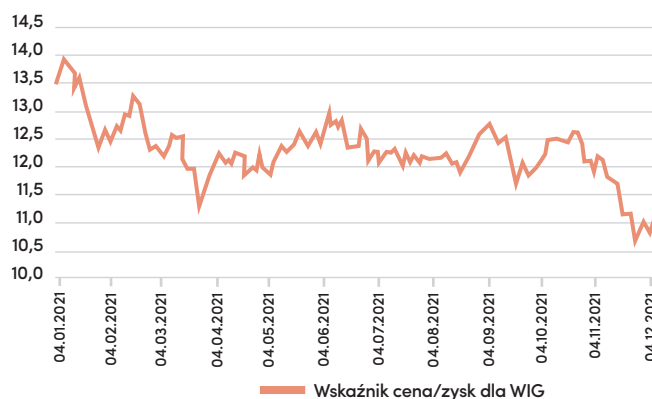


Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 13.12.2021 r.

**Prognozowany zysk na akcję (EPS) dla indeksu WIG**



**Wskaźnik cena/zysk dla WIG**

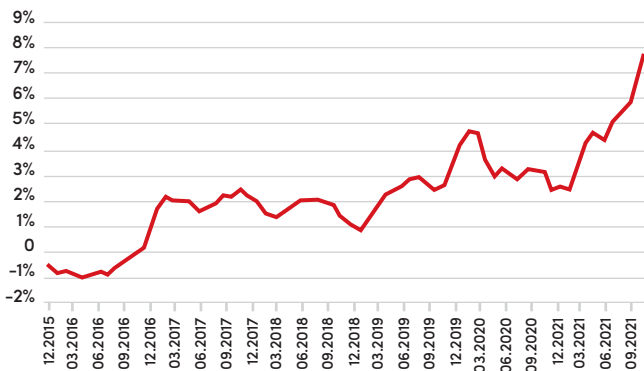


Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 13.12.2021 r.

Patrząc szerzej na indeks w Warszawie wzrosty należy uznać za bardzo zdrowe z perspektywy ekspansji raportowanych oraz prognozowanych wyników finansowych spółek wchodzących w jego skład. Wykres wskazuje silną korelację oczekiwanych przez rynek zysków spółek z zachowaniem indeksu na przestrzeni całego roku. Dodatkowo należy podkreślić, że poprawa oczekiwanych wyników okazała się szybsza niż wzrost cen akcji, co przekłada się na dalszą poprawę popularnych wskaźników wyceny, takich jak C/Z (cena/zysk) indeksu WIG (patrz wykres: Wskaźnik cena do zysku dla indeksu WIG).

W 2022 rok wchodzimy zatem w relatywnie dobrych nastrojach, ale z dużą dozą niepewności. Dynamiczne globalne odbicie gospodarcze przełożyło się wprawdzie na poprawę wyników finansowych także w Polsce, jednak skutkiem ubocznym jest narastanie nierównowagi, w tym przede wszystkim zakłóceń w łańcuchach dostaw, za sprawą tzw. „wąskich gardeł”, wzrostu cen surowców i materiałów oraz niedoborów dóbr konsumpcyjnych. Dobitym przykładem jest tu choćby rynek nowych samochodów borykający się od blisko roku z brakiem komponentów. Niedopasowanie podaży do skumulowanego w wyniku pandemii popytu doprowadziło do wzrostu cen w tempie nieobserwowanym od ponad dwudziestu lat.

**Wskaźnik inflacji w Polsce (w %)**



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 13.12.2021 r.

Temat inflacji oraz konsekwencji z tym związanych nabrał na znaczeniu w drugiej połowie 2021 roku i z pewnością będzie kluczowy w 2022 r., wg nas przynajmniej w jego pierwszej połowie. Przy blisko dwucyfrowym wzroście cen, inwestorom trudno znaleźć idealne schronienie, które zapewni utrzymanie siły nabywczej pieniądza. Historia pokazuje, że inflacja, szczególnie jeżeli jest pod kontrolą, wspiera nominalne wyniki spółek. A to zwykle przekładało się także na pozytywny

wpływ na ich notowania. Staje się natomiast niebezpieczna, kiedy na trwałe obniża siłę nabywczą oraz oddziałuje negatywnie na popyt.

Pandemia koronawirusa jest z nami już blisko dwa lata i z pewnością także w 2022 roku będzie źródłem dużej niepewności. W Polsce szczególnie ze względu na relatywnie niski poziom wyszczepienia społeczeństwa. Obecnie Światowa Organizacja Zdrowia (WHO) nie jest w stanie jednoznacznie stwierdzić, czy nowy wariant koronawirusa, jakim jest Omikron, jest bardziej zaraźliwy, bardziej odporny na szczepionki oraz czy będzie źródłem większej liczby hospitalizacji. A duża liczba pytań bez odpowiedzi potęguje niepewność na rynkach. Pomimo tej niepewności zakładamy, że ryzyko istotnych obostrzeń ekonomicznych oraz ich negatywnego wpływu na gospodarkę będzie znikome w 2022 roku, podobnie jak miało to miejsce w przypadku wariantu Delta.

Tak więc nowy 2022 rok rozpoczynać będziemy w relatywnie zaawansowanej fazie globalnego ożywienia gospodarczego, z niskim bezrobociem oraz wysokim poziomem inflacji. Polska giełda na tle globalnych rynków finansowych prezentuje się relatywnie dobrze ze względu na swoją strukturę sektorową. Lokalny rynek w 2022 roku może wg nas przyciągać inwestorów zagranicznych poszukujących ekspozycji na spółki korzystające z rosnącej inflacji oraz wyższych stóp procentowych. Przykładami są sektory: konsumencki, finansowy oraz surowcowy. Pomimo czynników ryzyka wspomnianych w początkowej części materiału, utrzymujemy pozytywne nastawienie do polskich akcji również ze względu na bardzo atrakcyjny poziom wycen oraz tempo wzrostu wyników, które w naszej ocenie powinno utrzymać się na solidnym poziomie w pierwszej połowie 2022 roku. Należy jednak pamiętać, że „najniższe wiszące owoce”, w postaci niskiej bazy porównawczej z początku pandemii, zostały już zerwane. Zatem potencjał do wzrostów jest niższy niż w 2021 roku.

## Podsumowanie



**Jacek Babiński, CFA**

Wiceprezes Zarządu  
odpowiedzialny za Pion Zarządzania Aktywami

Głównym tematem przewijającym się przez tegoroczne wydanie naszych Perspektyw Rynkowych jest temat rosnącej inflacji. Nic dziwnego, gdyż ma ona wpływ praktycznie na każdą klasę aktywów, a także na codzienne życie każdego z nas. Nasza podstawowa teza inwestycyjna zakłada, iż skoordynowana reakcja monetarno-fiskalna głównych rządów i banków centralnych w reakcji na pandemię Covid-19 legła u podstaw nowego paradygmatu dla rynków finansowych i po dekadach deflacji, weszliśmy w długotrwały okres podwyższonej inflacji manifestującej się spadkiem siły nabywczej pieniądza.

Wydarzenia z drugiej połowy 2021 r. zdają się potwierdzać tę tezę. Niemniej jednak w perspektywie rozpoczynającego się właśnie 2022 roku wydaje się, że średnioterminowo procesy te mogły zejść zbyt daleko. Tak nagły i silny wzrost inflacji wziął się w dużej mierze ze skokowego wzrostu popytu na dobra trwałe. Zamknięci w domach ludzie, nie mogąc wydawać pieniędzy na usługi i rozrywkę, wsparci bezpośrednimi transferami „finansowanymi” przez banki centralne, wydali dodatkowe środki właśnie na dobra trwałe (takie jak samochody, czy nowe komputery). To spowodowało skokowy popyt na te towary i wzrost ich cen, a jednocześnie wzrost cen wykorzystywanych do ich produkcji surowców. Historia uczy nas jednak, że taki wzrost cen, nawet jeśli bardzo intensywny, nie jest z reguły trwały (przede wszystkim na skutek wzrostu podaży tych dóbr, które spodziewamy się już w 2022 roku). Do utrwalenia się inflacji niezbędny jest wzrost płac, który przyspiesza już w niektórych krajach. Jednak skala tego zjawiska nie jest wystarczająca, by uzasadnić obecne poziomy inflacji w światowej gospodarce, zwłaszcza jeżeli ceny dóbr trwałych i surowców będą spadać.

Taki scenariusz opadającej powoli inflacji byłby pozytywny dla rynków finansowych. Trudno być też specjalnie negatywnym w odniesieniu do ryzykownych klas aktywów, takich jak akcje, czy obligacje korporacyjne, nie zakładając rychłego nadejścia recesji. W naszym scenariuszu bazowym nie zakładamy jej nadejścia w 2022 roku. Niemniej ze względu na już bardzo duże wzrosty cen tych klas aktywów w poprzednich dwóch latach oraz rosnące nierównowagi i ryzyka uważamy, że potencjał do ich dalszego wzrostu jest bardzo ograniczony (jednocyfrowy w skali całego roku dla akcji). To cały czas więcej niż oczekiwana przez nas stopa zwrotu dla obligacji skarbowych, dla których po rekordowo słabym 2021 roku, zakładamy powrót do (niskich) dodatnich stóp zwrotu. W konsekwencji biorąc pod uwagę skalę ryzyk i pozycjonowania się inwestorów (optymistyczna dla akcji, pesymistyczny dla obligacji skarbowych) werdykt na korzyść którejs z tych klas aktywów nie jest oczywisty. Ogółem zakładamy trudny dla inwestorów rok oraz dużą zmienność na rynkach finansowych. W tym też kontekście szczególnie zwracamy uwagę na potrzebę odpowiedniej dywersyfikacji portfeli inwestycyjnych.

Podstawowym ryzykiem dla naszego umiarkowanie optymistycznego scenariusza jest oczywiście wymknięcie się inflacji spod kontroli i dalsze przyspieszenie zacieśnienia monetarnego na świecie. To zaś w połączeniu ze słabnącą gospodarką oraz wyczerpaniem zasobów mogących wspierać gospodarkę przez główne banki centralne oraz rządy - i rynki - może sprawić, że znaleźlibyśmy się w 2022 roku w bardzo trudnym otoczeniu inwestycyjnym. Dodatkowo tzw. „czarnym łabędziem” może okazać się eskalacja narastających napięć geopolitycznych na Ukrainie oraz wokół Tajwanu.

**Stopy zwrotu oraz wybrane indeksy (stan na 31.12.2021)**

rynek	indeks	poziom bieżący	miara zmiany	zmiana narastająco do 31.12.2021 r.						stopa zwrotu - w latach kalendarzowych		
				1 M	3 M	6 M	12 M	5 Y	10 Y	2020	2019	2018
<b>WALUTY</b>												
euro	dolar	1,14	%	0,28	-1,81	-4,12	-6,93	8,11	-12,28	8,94	-2,22	-4,48
dolar	jen	115,08	%	1,69	3,41	3,57	11,46	-1,61	49,63	-4,94	-0,98	-2,66
euro	złoty	4,59	%	-1,53	-0,49	1,46	0,58	4,14	2,70	7,20	-0,82	2,67
dolar	złoty	4,04	%	-1,76	1,35	5,84	8,09	-3,63	17,12	-1,61	1,53	7,26
frank	złoty	4,42	%	-1,03	3,51	7,29	4,82	7,70	20,50	7,64	2,90	6,73
<b>SUROWCE</b>												
ropa (WTI)	baryłka (Nowy Jork)	76,99	%	16,33	2,61	4,79	58,68	43,32	-22,10	-20,54	34,46	-24,84
miedź	tona (Londyn)	9720,50	%	2,94	8,77	3,69	25,17	75,60	27,90	25,79	3,50	-17,69
złoto	uncja (Londyn)	1829,20	%	3,08	4,11	3,34	-3,64	59,41	16,89	25,12	18,31	-1,56
Indeks surowców	Bloomberg Commodity Index (EUR)	8710	%	2,84	0,02	9,16	36,41	4,97	-19,76	-3,50	5,44	-12,99
Indeks surowców	NYSE Arca Gold Miners (EUR)	788,41	%	1,35	12,15	-0,90	-4,30	42,17	-28,50	22,50	39,72	-9,62
<b>RYNEK PIENIĘŻNY</b>												
USA	USDLIBOR 3 M	0,21	bps	3,59	7,90	6,34	-2,93	-78,88	-37,19	-167,00	-89,93	111,34
Euro	EUROLIBOR 3 M	-0,57	bps	0,10	-2,70	-3,00	-2,70	-25,30	-192,80	-16,20	-7,40	2,00
Polska	WIBOR 3 M	2,44	bps	48,00	231,00	233,00	233,00	81,00	-245,00	-150,00	-1,00	0,00
<b>OBLIGACJE</b>												
USA 10 Y	rentowność (yield)	1,51	bps	6,58	2,28	4,21	59,69	-93,42	-36,61	-100,43	-76,67	27,88
Niemcy 10 Y	rentowność (yield)	-0,18	bps	17,20	2,20	3,00	39,20	-38,50	-200,60	-38,40	-42,70	-18,50
Polska 10 Y	rentowność (yield)	3,67	bps	57,00	149,60	205,50	243,60	3,90	-221,80	-88,30	-70,60	-47,80
US IG	ICE BofAML US Corporate Index	3533,73	%	-0,17	0,17	0,11	-0,95	29,31	59,22	9,81	14,23	-2,25
EU IG	ICE BofAML Euro Corporate Index	315,48	%	-0,14	-0,67	-0,59	-1,02	9,30	42,82	2,65	6,25	-1,14
US HY	ICE BofAML US High Yield	1578,79	%	1,88	0,66	1,60	5,36	34,44	91,69	6,17	14,41	-2,27
EUR HY	ICE BofAML Euro High Yield	346,82	%	0,88	-0,33	0,32	3,35	21,59	97,34	2,76	11,29	-3,63
<b>AKCJE</b>												
USA – szeroki rynek	S&P 500	4766,18	%	4,36	10,65	10,91	26,89	112,89	278,99	16,26	28,88	-6,24
USA – duże spółki	DJIA	36338,30	%	5,38	7,37	5,32	18,73	83,87	197,43	7,25	22,34	-5,63
USA – średnie spółki	Russell Mid Cap Value	5792,76	%	6,28	8,54	7,44	28,34	70,16	252,86	4,96	27,06	-12,29
USA – małe spółki	Russell 2000 Value	16584,72	%	4,08	4,36	1,24	28,27	54,36	211,42	4,63	22,39	-12,86
Euro – szeroki rynek	STOXX Europe 600	1098,69	%	5,42	7,56	8,47	24,91	53,19	161,38	-1,99	26,82	-10,77
Euro – małe i średnie	STOXX Europe 200 Small	811,32	%	3,47	4,00	6,68	22,85	70,96	226,39	4,78	29,09	-12,88
Niemcy	DAX	15884,86	%	5,20	4,09	2,28	15,79	38,36	169,31	3,55	25,48	-18,26
Wielka Brytania	FTSE250	23480,81	%	4,27	1,95	4,94	14,61	29,89	132,42	-6,38	25,03	-15,56
Japonia	NIKKEI 225	28791,71	%	3,49	-2,24	0,00	4,91	50,63	240,51	16,01	18,20	-12,08
Emerging Markets	MSCI EM	1232,01	%	1,62	-1,68	-10,38	-4,59	42,88	34,44	15,84	15,42	-16,63
Region Pacyfiku	MSCI AC Asia Pacific ex Japan	1752,26	%	1,93	-0,72	-8,98	-2,65	69,24	115,76	22,75	19,48	-13,68
Greater China	45% MSCI China 10/40	2623,41	%	-3,24	-6,03	-22,39	-21,36	40,40		28,10	19,35	-20,06
Ameryka Łacińska (Lat. Am)	MSCI Emerging Markets Latin Am.	2129,86	%	4,57	-4,42	-18,72	-13,13	-9,01	-40,87	-15,97	13,71	-9,27
Europa Wsch. + Bliski Wschód	MSCI EM Europe & Mid. East	298,20	%	1,39	-3,57	2,81	19,66	19,72	-11,26	-11,02	13,70	-11,56
Rosja	RTSI \$	1595,76	%	-3,04	-10,24	-3,51	15,01	38,48	15,48	-10,42	44,93	-7,42
Węgry	BUX	50720,71	%	-1,45	-4,04	7,37	20,63	58,49	198,81	-8,76	17,74	-0,61
Czechy	PX	1426,03	%	5,07	7,63	23,70	38,84	54,73	56,52	-7,93	13,08	-8,50
Brazylia	BOVESPA	104822,40	%	2,85	-5,55	-17,33	-11,93	74,04	84,70	2,92	31,58	15,03
Indie	S&P BSE SENSEX	58253,82	%	2,08	-1,48	11,00	21,99	118,78	276,93	15,75	14,38	5,91
Chiny	SHCOMP	3639,78	%	2,13	2,01	1,35	4,80	17,27	65,49	13,87	22,30	-24,59
Polska – szeroki rynek	WIG	69296,26	%	2,18	-1,49	4,89	21,52	33,90	84,32	-1,40	0,25	-9,50
Polska – duże spółki	WIG20	2266,92	%	3,31	-1,88	2,19	14,26	16,38	5,71	-7,73	-5,56	-7,50
Polska – średnie spółki	mWIG40	5291,72	%	-0,70	0,68	9,67	33,07	25,53	143,42	1,75	-0,03	-19,35
Polska – małe spółki	sWIG80	20056,08	%	-0,63	-4,98	-2,55	24,60	40,65	136,05	33,64	13,94	-27,57

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg stan na dzień 31.12.2021 r.

**Prognozy makroekonomiczne**

WZROST PKB (%)		INFLACJA (%)		KURSY WALUTOWE (4 kw.)				
2022	2023	2022	2023	2022	2023			
Polska	4,7	4,2	Polska	5,8	3,5	USDPLN	3,96	3,89
Stany Zjednoczone	3,9	2,5	Stany Zjednoczone	4,4	2,4	EURPLN	4,55	4,52
Strefa Euro	4,2	2,5	Strefa Euro	2,5	1,5	CHFPLN	4,17	4,11
Chiny	5,2	5,4	Chiny	2,2	2,2	GBPPLN	5,42	5,38
Kraje rozwijające się	5,0	4,8	Kraje rozwijające się	4,1	3,5			
Kraje rozwinięte	3,9	2,4	Kraje rozwinięte	3,5	2,1			

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg stan na dzień 03.01.2022 r.

# Słowniczek

**Build Back Better** – potoczne określenie planu legislacyjnego zaproponowanego przez administrację prezydenta Stanów Zjednoczonych – Joe Bidena. Obejmuje on fundusze na pomoc w zakresie Covid-19, usługi społeczne, opiekę społeczną i infrastrukturę, a także fundusze przeznaczone na zmniejszenie skutków zmian w związanych z kwestiami klimatycznymi.

**Cykl koniunkturalny** – zmiany ogólnego poziomu aktywności gospodarczej (stanu gospodarki) zachodzące w miarę systematycznie w długim okresie obserwacji. Na cykl koniunkturalny składają się z reguły cztery kolejne fazy: ożywienie, boom, spowolnienie, recesja.

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

**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** oraz **PMI** – ISM to wskaźnik wyprzedzający obrazujący aktywność w sektorze przedsiębiorstw przemysłowych. Jego europejski odpowiednik 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 dekonunkturę gospodarczą.

**Obligacje high yield (obligacje wysokodochodowe)** – potocznie o korporacyjnych dłużnych papierach wartościowych, które przynoszą wyższe oprocentowanie, ponieważ mają niższy rating kredytowy (poziom spekulacyjny) niż obligacje o ratingu inwestycyjnym.

**OECD Total Composite leading indicator** – jest to wskaźnik wyprzedzający, który ma na celu dostarczenie wczesnych sygnałów o punktach zwrotnych w cyklach koniunkturalnych. Pokazuje on wahania aktywności gospodarczej wokół jej długoterminowego poziomu potencjału (czyli wartości 100). Jego konstrukcja koncentruje się na punktach zwrotnych (szczytach i spadkach). Pokazuje on kierunki zmian – a nie ich zakres wartościowy.

**Presja inflacyjna** – sytuacja w gospodarce danego kraju, w którym bardziej prawdopodobny jest wzrost inflacji niż jej obniżenie. Może one wynikać np. ze wzrostu płac lub produktów. Często jej mechanizm w warunkach ożywienia gospodarczego jest interpretowany poprzez wzrost optymizmu konsumentów zwią-

zany z owym ożywieniem gospodarczym i oczekiwanym wzrostem dochodów gospodarstw domowych. To powoduje zwiększenie popytu konsumpcyjnego (ludzie więcej kupują), umożliwiając podwyższenie cen produktów finalnych przez przedsiębiorstwa bez obaw o zmniejszenie popytu na te produkty (skoro jest tak wielu chętnych to jeśli będzie drożej i tak uda nam się sprzedać ile zamierzamy, nawet jeśli część z klientów zrezygnuje).

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

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

**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.

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. Zawarte w materiale dane 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 języku polskim u podmiotów prowadzących dystrybucję i na stronie [www.pekaotfi.pl](http://www.pekaotfi.pl).

Lista prowadzących dystrybucję dostępna jest na [www.pekaotfi.pl](http://www.pekaotfi.pl). Lista funduszy i subfunduszy Pekao, informacje na temat ich połączeń, przekształceń oraz zmian nazw znajdują się na [www.pekaotfi.pl](http://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, posługująca się numerem NIP 521 11 82 650. Kapitał zakładowy: 50 504 000 złotych, łączna kwota uiszczonych wkładów równa kapitałowi zakładowemu. Pekao TFI S.A. działa na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego.

Data sporządzenia komentarza: 20.12.2021 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](http://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.