



Pekao TFI

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych

MATERIAŁ REKLAMOWY



Perspektywy rynkowe

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

Data sporządzenia: czerwiec 2024 r.

Portfele długu krótkoterminowego korzystają z wysokich stóp. Ale długoterminowe polskie obligacje skarbowe znowu z potencjałem. Ostrożnie z akcjami, przy czym polskie – długoterminowo cały czas atrakcyjne.

Spis treści

Wprowadzenie	1
Makroekonomia, stopy procentowe a rynki obligacji	3
Strategia rynkowa	6
Globalne obligacje korporacyjne	7
Globalne rynki akcji	9
Krajowy rynek akcji	11
Podsumowanie	15
Słowniczek	18
Informacja prawna	20

Ilekcroć w materiale mowa jest o obligacjach skarbowych, rozumie się przez to wyłącznie obligacje skarbowe będące przedmiotem lokat funduszy inwestycyjnych. Treści te nie odnoszą się do obligacji skarbowych detalicznych oferowanych konsumentom w sieciach sprzedaży detalicznej.

Wprowadzenie



Jacek Babiński

Wiceprezes Zarządu
odpowiedzialny za Pion Zarządzania Aktywami

Na początek – już tradycyjnie – kilka słów o tym, jak rynek weryfikował nasze założenia z późnej jesieni 2023, gdy przygotowaliśmy poprzednie wydanie „Perspektyw”. – „W naszej ocenie okres relatywnie lepszego zachowania krajowych obligacji skarbowych dobiega już końca, a w pierwszych miesiącach roku 2024 możliwy jest także średnioterminowy dołek inflacji w Polsce. W perspektywie początku 2024 r. pozytywnie patrzymy zarówno na obligacje z krótkiego, jak i długiego końca polskiej krzywej rentowności¹, jednak w perspektywie całego 2024 roku wyraźnie preferujemy już krótki koniec.” – ocenialiśmy w naszym poprzednim raporcie analitycznym „Perspektywy rynkowe – Scenariusze dla rynków na pierwsze półrocze 2024 roku”.

Scenariusz dołka inflacyjnego zrealizował się wzorowo, przy czym był on nawet głębszy niż zakładaliśmy pierwotnie. Przygotowując się do pierwszego półrocza postawiliśmy na krótki koniec krzywej – mówiąc bardziej zrozumiale – na strategię dłużne krótkoterminowe, co okazało się bardzo trafnym założeniem. Był to i – w momencie przygotowywania tego materiału – wg nas nadal jest czas na wykorzystywanie wysokich stóp procentowych do generowania dochodu do portfela. W pierwszym półroczu 2024 r., po wspomnianym samym początku roku, byliśmy sceptyczni wobec długiego końca krzywej (obligacji długoterminowych), ale nasza optyka ewoluowała wraz z rozwojem sytuacji (o wnioskach – w dalszej części naszego raportu). Nasze ostrożne podejście do akcji globalnych okazało się zbyt ostrożne, ale pozytywne nastawienie do akcji polskich – było trafną decyzją.

MAKRO

- **KONIUNKTURA:** Gospodarka USA, która przez wiele miesięcy zdawała się zaskakiwać zdecydowanie lepszym od oczekiwań zachowaniem, w ostatnich miesiącach zaczęła dostarczać sygnałów „zadyszki”. Choć dane miały mieszany charakter, to pojawiały się kolejne sygnały słabnięcia jej dynamiki. Jeśli te sygnały potwierdzą się w kolejnych miesiącach, a wysokie realne stopy procentowe zaczynają faktycznie „infekować” gospodarkę w USA, to – mimo obecnie bardzo dobrej sytuacji – nie można by wykluczyć nawet scenariusza recesyjnego w roku 2025. Strefa euro, po bardzo trudnym roku 2023, nowy 2024 rozpoczęła też z trudnościami, ale i nadziejami – na choćby umiarkowane ożywienie. Obciążeniem pozostawał paradoksalnie jej w przeszłości potężny, sprawny silnik, czyli obecnie kulejąca gospodarka niemiecka. Chińskie władze wyznaczyły ambitny i – w opinii analityków – trudny do realizacji cel wzrostu PKB o 5% w 2024 roku. Tymczasem olbrzymie problemy strukturalne chińskiej gospodarki pozostają aktualne, a rozruszanie (bez rozchwiania...) tej wielkiej maszyny wymagać będzie znacznej stymulacji, ale i rozważań. W Polsce aktualne pozostaje oczekiwanie na ożywienie gospodarcze, mimo iż pierwsze miesiące nie przyniosły tu przełomu. Sygnały z polskiego przemysłu pokazywały, że ścieżka do ożywienia jest wyboista. Sytuację komplikowały m.in. perspektywa utrzymania restrykcyjnej polityki pieniężnej NBP przez dłuższy czas, drogi kredyt, mocny złoty oraz konieczność dalszego zwiększania wydatków na obronność (kosztem innych, prorozwojowych). Polskim firmom warunki działania komplikowały m.in. wyraźny wzrost kosztów (w tym energii i płac) oraz słabość naszego głównego partnera handlowego – Niemiec. Ewentualnie mniejsza od oczekiwanej skala ożywienia gospodarczego w Polsce może komplikować sytuację budżetu (mniejsze przychody), co – w dłuższej perspektywie – może wymusić trudne szukanie oszczędności po stronie wydatkowej i/lub ewentualne podnoszenie podatków.
- **INFLACJA:** Bardzo mocny wcześniej proces dezinflacji w USA uległ lekkiemu wyhamowaniu. W pierwszych miesiącach roku 2024 inflacja nadal spadała w Europie, choć – jakby na przekór Europejskiemu Bankowi Centralnemu (EBC) – w maju pojawiły się sygnały lekkiej wyżki tempa inflacji. Spektakularną skalą spadku inflacji wyróżniła się Polska – zgodnie z naszymi oczekiwaniami, byliśmy świadkami przejściowego „dołka” inflacyjnego wczesną wiosną. Obecnie obserwujemy odbicie inflacji w górę, co – według nas – może przynieść umiarkowany wzrost tempa inflacji także w kolejnych kwartałach.
- **STOPY PROCENTOWE:** Główne banki centralne świata – Fed i EBC utrzymywały swoją restrykcyjną politykę monetarną w pierwszym półroczu 2024, a minimalna obniżka stóp EBC w czerwcu nie zmieniła właściwie tego obrazu. W połowie

¹ Wyjaśnienie tego i innych pojęć znajdą Państwo w „Słowniczku” na końcu „Perspektyw rynkowych”.

2024 r. aktualnie pozostawało oczekiwanie na pierwszą obniżkę stóp Fed, przy czym każdy nowy odczyt kolejnych danych z USA wzbudzał dyskusję, czy będzie to jedna czy dwie obniżki i czy ten ruch nastąpi jeszcze jesienią czy dopiero pod sam koniec roku. Oczekiwania, co do polityki i spodziewanego kalendarza ewentualnych zmian stóp, ulegały w ostatnich miesiącach niekiedy wręcz dramatycznym zmianom, co prowadziło także do mocnych wahań na rynkach. Tymczasem polski bank centralny, w niedalekiej przeszłości krytykowany za zbyt łagodne podejście, po jesieni 2023 roku bardzo wyraźnie zmienił wizerunek sprawiając od tego czasu wrażenie niezwykle restrykcyjnego. Projekcje inflacji, ale i ta wyraźna zmiana nastawienia, sprawiają, że należy liczyć się z utrzymaniem stóp bez zmian w całym roku 2024.

- **RYZYKA:** Poza kwestiami makroekonomicznymi podstawowym ryzykiem dla światowej koniunktury, w tym dla handlu, pozostaje cały czas bardzo poważna sytuacja geopolityczna. Wojna Rosji z Ukrainą stwarza bezpośrednio, fizyczne zagrożenie, zwłaszcza dla naszej części Europy, ale podnosi także ryzyko globalne. Krwawy konflikt w Gazie oraz napięcia w Azji (Tajwan, Korea Północna), czy blokowanie transportu morskiego przez Morze Czerwone i Kanał Sueski – to najważniejsze problemy, z którymi żyliśmy wiosną roku 2024. Zamieszanie na rynkach w pierwszych dniach czerwca, wywołane wynikami wyborów w Indiach i Meksyku, raz jeszcze przypomniało o ryzyku charakteryzującym rynki wschodzące, z ang. *emerging markets*. O tym, że konieczna jest gotowość na niespodzianki również na rynkach rozwiniętych, przypomniało natomiast zamieszanie związane z zaskakującą decyzją o przedterminowych wyborach we Francji. Mimo, iż do listopada jeszcze trochę czasu, to analitycy coraz więcej czasu poświęcali ryzyku związanemu z zapowiadającymi się bardzo burzliwie wyborami prezydenckimi w USA.

RYNKI

- **WALUTY:** Ton wahanom kursów poszczególnych walut krajowych nadawał amerykański dolar. Globalnie jednym z najciekawszych wydarzeń ostatnich miesięcy było osłabianie japońskiego jena. Działo się to mimo historycznej decyzji o rezygnacji z polityki ujemnej stopy procentowej Banku Japonii. Taniejący jen prowokował kolejne dyskusje o ewentualnych dalszych podwyżkach stóp w Japonii. W Polsce złoty pozostawał mocny, po spektakularnym rajdzie zapoczątkowanym w drugiej połowie 2022 r. To z jednej strony pomagało w ograniczaniu inflacji, ale z drugiej wywoływało np. nasze obawy o spadek konkurencyjności naszego eksportu i – szerzej – naszej gospodarki.
- **OBLIGACJE:** Rozbudzone późną jesienią przesadne nadzieje na szybkie i znaczące obniżki stóp procentowych głównych banków centralnych zostały wyraźnie ostudzone. Efektem tej

„normalizacji” oczekiwać były wahania, ale i – generalnie – wyższe rentowności długoterminowych amerykańskich obligacji skarbowych. Podobny proces można było obserwować na rynku skarbowych papierów niemieckich. Z nieco innych przyczyn rosły w tym samym czasie także rentowności „japońskie” – tam z uwagi na oczekiwanie, a potem faktyczną rezygnację z polityki ujemnej stopy procentowej lokalnego banku centralnego. W Polsce z kolei wzrost rentowności wynikał zarówno z efektów procesów na rynkach bazowych (tzw. „core” – dla nas: USA, Niemcy), jak i wizji odbicia inflacji w drugiej połowie roku oraz narastania przekonania o braku szans na obniżkę stóp NBP co najmniej do końca roku 2024. Należy jednak zwrócić uwagę, że sytuacja była i jest dynamiczna.

- **AKCJE:** Mimo bardzo znacznych wzrostów w roku 2023 i przy – momentami – sporych wahaniami, w pierwszym półroczu bieżącego roku nadal dobra koniunktura panowała na rynkach akcji. Część flagowych indeksów kluczowych rynków akcji ustanawiała nawet nowe rekordy historyczne. W pierwszej połowie roku relatywnie najlepiej zachowywały się indeksy japońskiego rynku akcji oraz ustanawiające także nowe maksima indeksy w USA – z technologicznym Nasdaq na czele. Tu warto odnotować, że wzrosty koncentrowały się jednak głównie w wąskiej grupie gigantycznych spółek technologicznych, a znaczna część rynku – nawet bardzo dużych firm z innych sektorów gospodarki – odnotowywała nieporównywalnie skromniejsze wzrosty lub nawet ich nie doświadczyła. Dobrze radziły sobie rynki akcji w Europie Zachodniej. Niemcy cieszyli się wzrostami mimo, iż kontrastowały z tym bardzo słabe dane makroekonomiczne. Pod koniec półrocza Paryżowi zaszkodziło nieco zamieszanie związane z przedterminowymi wyborami. Bardzo dobrze na tym, momentami zmiennym, tle wypadł parkiet w Warszawie. Po bardzo słabych wcześniejszych latach, w bieżącym roku, pewne oznaki ożywienia wykazywały rynki chińskie, acz nastroje pozostawały nerwowe, a zachowanie poszczególnych indeksów tego rynku – mocno zróżnicowane.
- **SUROWCE:** Szerokie indeksy surowcowe zyskiwały w pierwszym półroczu. Przyczyniały się do tego m.in. rosnące, ale przy wahaniami, notowania ropy, a zwłaszcza – bardzo mocno wyższe notowania złota, srebra czy miedzi. Uwagę mediów zwracały także wzrosty takich towarów jak kawa czy kakao. Nadal znaczący wpływ na wahania kursów ropy miały – poza kwestiami makroekonomicznymi – także ograniczenia podaży ropy przez państwa OPEC i Rosję oraz nawracające incydenty terrorystyczne, poważnie wydłużające transport i podnoszące koszty frachtu.

Jak patrzemy na perspektywy poszczególnych, głównych klas aktywów? O tym – w kolejnych komentarzach autorstwa naszych zarządzających. Zapraszamy do lektury raportu!

Makroekonomia, stopy procentowe a rynki obligacji



Dariusz Kędziora

Dyrektor Zespołu Zarządzania
Instrumentami Dłużnymi

Pod koniec 2023 roku „rynek” (potocznie o inwestorach) zaczął bardzo mocno wierzyć w scenariusz miękkiego lądowania w gospodarce USA, które miało polegać na tym, iż amerykańska Rezerwa Federalna (Fed) poluzuje politykę monetarną (obcinając stopy procentowe), a gospodarka uniknie istotniejszego spowolnienia. W krańcowym momencie rynek wycenił na przełomie roku 2023/2024 aż sześć – siedem obniżek stóp procentowych w 2024. Wszystko to miało być możliwe za sprawą inflacji, która gładko schodzi w pobliże celu inflacyjnego.

MAKRO A RYNEK DŁUGU

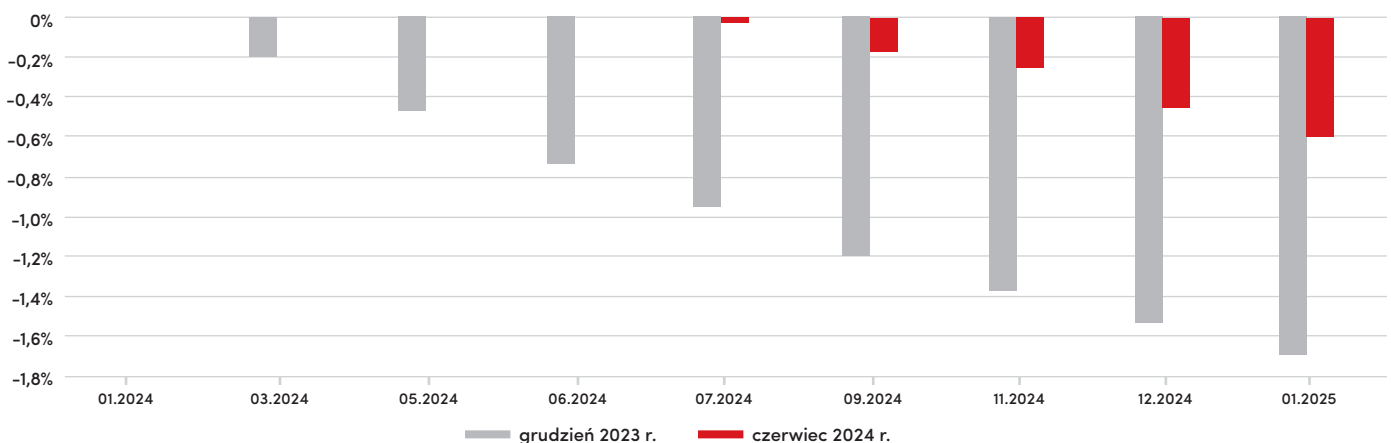
Niestety inflacja w USA i paru innych krajach rozwiniętych w pierwszych miesiącach 2024 roku okazała się bardziej uporczywa niż zakładano. Ze wspomnianych sześciu – siedmiu obniżek stóp procentowych oczekiwanych na ten rok w USA, w pewnym momencie rynek wycenił już zaledwie jedną... W tym samym kierunku przesunęły się wskazania ze strony członków Fed. Pomimo słabszych danych z gospodarki amerykańskiej w maju i czerwcu oraz niższej inflacji za maj, pierwsze półrocze kończyliśmy wyceniając „jedynie” dwie obniżki stóp. Miało to istotne negatywne konsekwencje dla wyceny obligacji opartych na stałym kuponie. Nie zaszkodziło natomiast ryzykowanym klasom aktywów, jak akcje czy obligacje korporacyjne.

Pomimo słabszych danych w ostatnim czasie, aktywność gospodarcza w USA w całym półroczu kształtowała się na solidnym poziomie, ponownie zaskakując większość analityków. Szukając

powodów takiej odporności gospodarki amerykańskiej w ostatnich dwóch latach, kiedy ekonomiści permanentnie nie doszaliczali tempa wzrostu, wymienić należy trzy powody.

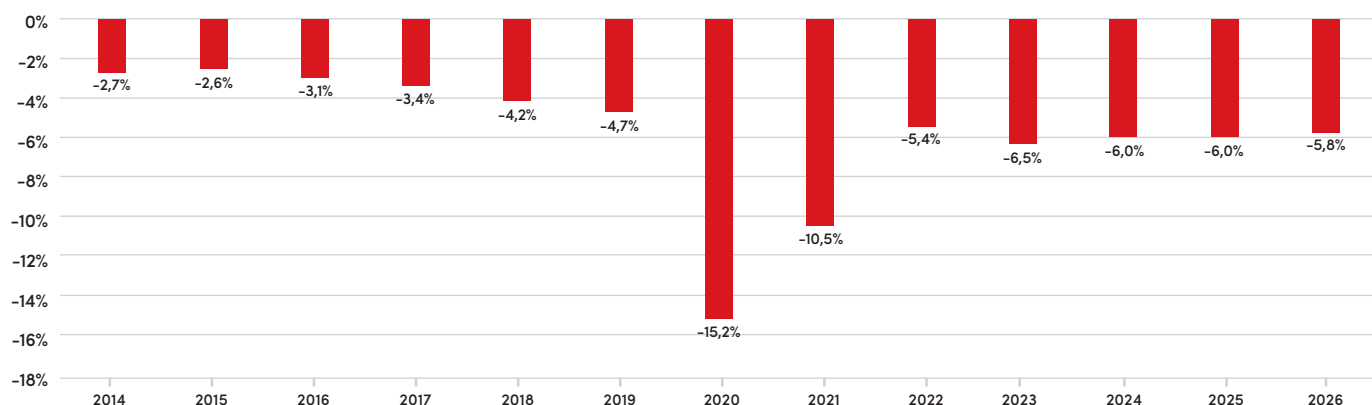
Po pierwsze, gospodarka amerykańska działa w warunkach **bardzo wysokiego deficytu fiskalnego**, normalnie obserwowanego jedynie w czasach recesji. Wydaje się, iż **władze amerykańskie przyzwyczyły się do wysokich wydatków rządowych**. Natomiast do oszczędzania, szczególnie w roku wyborczym, nie ma motywacji politycznej. Tym niemniej wygląda na to, iż przestrzeń fiskalna do dalszej stymulacji w USA jest już bardzo ograniczona. Według szacunków IMF (MFW), już nawet w tym roku **impuls fiskalny będzie ujemny** (zmiana wydatków fiskalnych w porównaniu do roku poprzedniego będzie negatywnie wpływała na wzrost PKB). Ryzykiem dla tego scenariusza jest realizacja niektórych obietnic wyborczych wysuwanych szczególnie przez obóz Donalda Trumpa.

Zakres przewidywanych obniżek stóp procentowych w USA wycenionych przez rynek w grudniu 2023 r. i czerwcu 2024 r.



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg. Stan na 28.06.2024 r.

Deficyt budżetowy USA w odniesieniu do PKB



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg. Stan na 28.06.2024 r.

Właśnie w wyborach w USA upatrujemy największego ryzyka dla rynków obligacyjnych (ale również pozostałych klas aktywów). Dalsze zwiększanie deficytu fiskalnego w USA może doprowadzić rynek do punktu, w którym zachwiana zostanie stabilność finansowa największego rynku obligacyjnego na świecie. Przedsmak tego, co mogłoby się wydarzyć, obserwowaliśmy przez chwilę w Wielkiej Brytanii – po dojściu do władzy przez Liz Truss. O ile nie jest to nasz scenariusz bazowy, to trzeba mieć go „z tyłu głowy”, rozpatrując perspektywy na drugą połowę roku.

Wracając do czynników, które przez ostatnie dwa lata wspierały gospodarkę USA, wymienić należy „poduszkę oszczędności” – zakumulowanych przez gospodarstwa domowe i firmy podczas pandemii. Przez ostatnie dwa lata te dodatkowe środki wspierały bieżące dochody konsumentów i podbijały popyt w gospodarce. Szacunki wskazują jednak, że te nadmiarowe środki skończyły się w 2024. Zbiega się to z ostatnimi słabszymi danymi o sprzedaży detalicznej w USA, więc jest to coś, co już obserwujemy. Jednocześnie należy zaznaczyć, iż bilanse gospodarstw domowych oraz firm są w relatywnie w dobrym stanie. Nie widzimy w tym momencie znaczących nierównowag, więc ciężko tutaj upatrywać źródeł potencjalnej recesji.

Trzecim, ostatnim elementem lepszego zachowania się gospodarki USA było luzowanie warunków finansowych, które dokonało się po zapowiedzi obniżek stóp przez prezesa Powella w grudniu 2023. W rezultacie, wiele klas aktywów finansowych zanotowało istotne wzrosty, wspierając sentyment (nastawienie) inwestorów oraz konsumentów w pierwszej połowie roku.

Jak już podkreślaliśmy w „Perspektywach rynkowych” na pierwsze półrocze 2024 r., kluczem do zachowania się rynków w dalszej części roku będzie rynek pracy. Skoro polityka fiskalna oraz nadmiarowe oszczędności wyczerpały się, to siła rynku pracy będzie determinowała o dalszych zachowaniach konsumentów. Rynek pracy ma również największy wpływ na tę część koszyka inflacyjnego, która mierzy ceny usług w gospodarce.

To właśnie inflacja w sektorze usług pozostaje niekomfortowo wysoka i przyprawia o ból głowy banki centralne w większości rozwiniętych gospodarek.

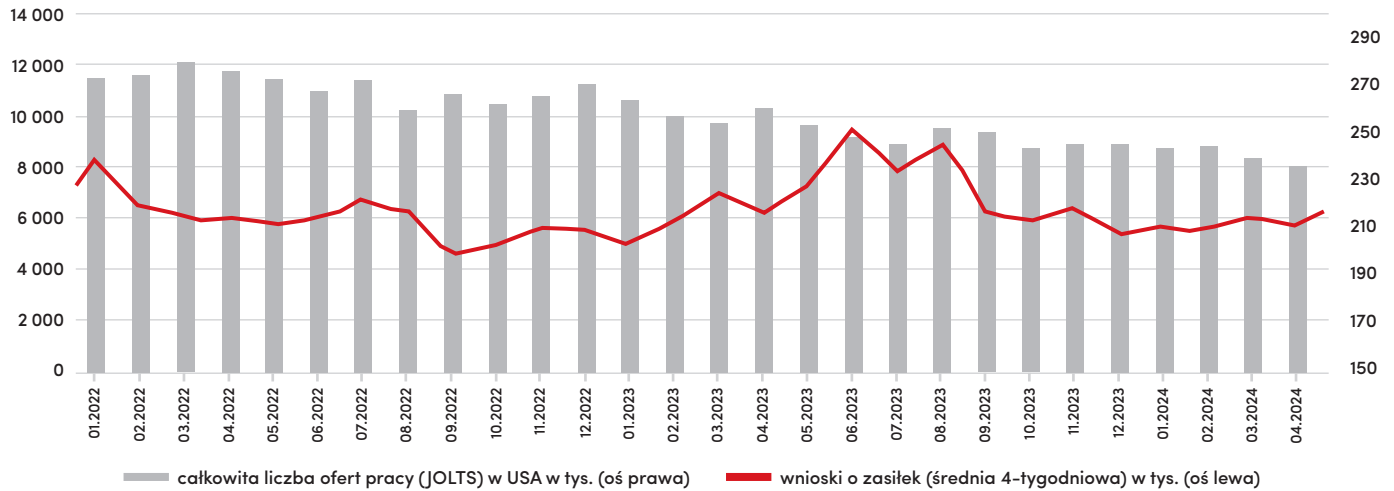
Naszym zdaniem, na amerykańskim rynku pracy postępuje normalizacja, która przejawia się m.in. spadkiem nowych ofert pracy, powolnym, ale jednak – wzrostem liczby osób składających wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (z ang. initial jobless claims), a – co najważniejsze – stopniowym spadkiem tempa wzrostu płac. Za wcześnie jest jeszcze, by uznać te wskaźniki za na tyle słabe, by wymusiły reakcję Rezerwy Federalnej (przypomnijmy, że Fed ma podwójny mandat, którego pilnuje – inflacja oraz zatrudnienie).

Możliwe jednak, iż znajdujemy się w momencie, w którym dalsze pogarszanie się sytuacji będzie skutkowało wzrostem bezrobocia. To natomiast będzie istotną przesłanką do obniżek stóp procentowych przez Rezerwę Federalną. Tym bardziej, jeśli – zgodnie z naszymi oczekiwaniami – inflacja będzie kontynuować proces powolnego spadku w stronę celu inflacyjnego.

Bez względu na to, kiedy zobaczymy pierwszą obniżkę stóp procentowych w USA, z całą pewnością można już stwierdzić, iż globalnie cykl monetarny obrócił się w stronę luzowania (obniżek stóp procentowych). Nie czekając na Fed, obniżki przeprowadziło już kilka banków centralnych w krajach rozwiniętych (strefa euro, Kanada, Szwajcaria, Szwecja) oraz krajów rozwijających się (Brazylia, Chile, Meksyk, Kolumbia, Czechy, Węgry). Można więc spekulować nad dalszym tempem obniżek oraz docelowym ich poziomem w poszczególnych krajach, jednak kierunek zmian jest już obrany.

Szczególnie istotna z punktu widzenia polskiego inwestora jest decyzja Europejskiego Banku Centralnego. Wprowadzie, wraz z pierwszą obniżką, prezes Lagarde dostarczyła bardzo jastrzębi komunikat i temperowała nadzieje na dalsze szybkie obniżki, ale cykl wg nas powinien być kontynuowany. Poziom

Liczba ofert pracy na tle składanych wniosków o zasiłek w USA



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg. Stan na 28.06.2024 r.

aktywności gospodarczej, pomimo ostatniej poprawy, znajduje się wciąż na bardzo niskim poziomie, a inflacja jest niedaleko celu inflacyjnego.

POLSKA

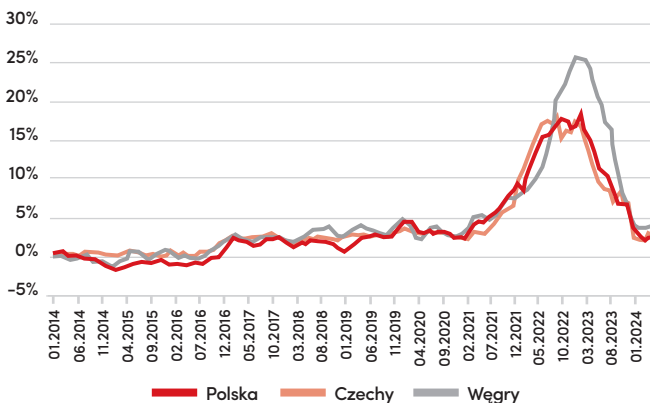
Jeśli chodzi o Polskę, to mieliśmy do czynienia z **postępującym ożywieniem gospodarczym od początku roku**. Należy jednak zaznaczyć, iż **ożywienie to było rozczarowująco powolne**. W zasadzie większość danych wychodzących w pierwszej połowie roku zaskakiwała negatywnie, co oczywiście nie zmienia faktu, że gospodarka jest na wzrostowej trajektorii.

Na plus trzeba odnotować, iż **również inflacja zaskakiwała – w tym przypadku niższymi odczytami od spodziewanych**. Dużą rolę odegrała tu na pewno **umacniająca się waluta**,

która w szybki sposób przekłada się na niższą presję inflacyjną. Wprawdzie **oczekiwany jest wzrost inflacji w drugiej połowie roku**, jednak będzie on głównie podyktowany wzrostem cen regulowanych. Aktualnie momentum inflacyjne (w uproszczeniu – impet / dynamika inflacji) jest najniższe w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, co jeszcze niedawno było trudne do wyobrażenia.

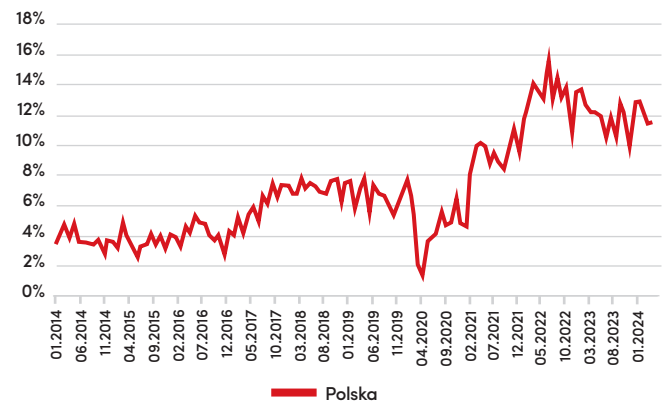
Problemem natomiast pozostaje cały czas **relatywnie luźna polityka fiskalna i wysoki wzrost płac w gospodarce**. W rezultacie **RPP utrzymuje stopy procentowe na niezmiennym poziomie i komunikuje brak ich zmian przynajmniej do końca roku**. W tym momencie trudno z rynkowego punktu widzenia dyskutować z tym założeniem.

Inflacja w Polsce, Czechach i na Węgrzech



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg. Stan na 28.06.2024 r.

Dynamika wzrostu płac w Polsce (indeksu przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia brutto rok do roku)



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg. Stan na 28.06.2024 r.

Strategia rynkowa



Dariusz Kędziora

Dyrektor Zespołu Zarządzania
Instrumentami Dłużnymi



Łukasz Tokarski

Zastępca Dyrektora Zespołu
Zarządzania Instrumentami Dłużnymi,
Zarządzający portfelem



Tomasz Pawluć

Zarządzający portfelem,
Zespół Zarządzania
Instrumentami Dłużnymi

Jeśli chodzi o perspektywy na stopy procentowe w 2025, to będą one w dużym stopniu uzależnione od wspomnianego poziomu płac. Spodziewamy się wyhamowania ich wzrostów do poziomów jednocyfrowych, co powinno otworzyć przestrzeń do obniżek stóp procentowych w okolicach 2Q 2025.

Z punktu widzenia inwestora strategii dłużnych, sytuacja pozostaje komfortowa. Wysokie stopy procentowe i brak perspektyw ich szybkich obniżek powodują, że na ten moment strategie dłużne oferują cały czas wysokie rentowności i w konsekwencji atrakcyjne oczekiwane stopy zwrotu. Na pierwszą połowę roku preferowaliśmy strategię krótkoterminową opartą głównie o obligacje zmiennoprocentowe. Założenie to przyniosło wymierne rezultaty w postaci wyższych stóp zwrotu, przy jednocześnie istotnie mniejszej zmienności. Na drugą połowę 2024 roku równie przychylnie patrzymy zarówno na strategię krótkoterminową, jak i na strategię opartą na obligacjach stałoprocentowych.

W obecnych warunkach rynkowych, obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu oferują wyższe bieżące rentowności niż obligacje o oprocentowaniu stałym o porównywalnym terminie zapadalności. Jest to czynnik strukturalnie wspierający atrakcyjność strategii dłużnych krótkoterminowych. Stanowiący punkt odniesienia do dochodowości dla większości obligacji o zmiennym oprocentowaniu WIBOR 6M kształtował się w grudniu 2023 r. na poziomie około 5,8%. Marże na większości skarbowych obligacji o zmiennym kuponie pozostają istotnie dodatnie, znacząco powyżej długoterminowych średnich historycznych. Wysoką opłacalnością w dalszym ciągu cechują się inwestycje w obligacje polskich emitentów denominowane w EUR i USD, nabywane przy

równoczesnym zabezpieczeniu ryzyka walutowego. Dlatego jesteśmy optymistycznie nastawieni co do możliwości strategii dłużnych krótkoterminowych, zgodnie z wysoką rentownością portfeli.

W porównaniu z naszym nastawieniem z końca roku 2023, poprawiły się perspektywy strategii dłużnych inwestujących w obligacje długoterminowe. Z jednej strony, mieliśmy znaczące przeszacowanie w górę oczekiwanej ścieżki stóp procentowych, zarówno w Polsce, jak i na rynkach bazowych. W rezultacie obserwujemy znacząco atrakcyjniejszą wycenę niż przed 6 miesiącami. Z drugiej strony widać, iż negatywne scenariusze na inflację w Polsce, wskazujące na poziom 7-8% na koniec 2024, z dużym prawdopodobieństwem się nie zrealizują. W tym momencie najbardziej prawdopodobny jest scenariusz inflacji na koniec 2024 roku w okolicach 5-5,5%. To oczywiście dalej za dużo by myśleć o istotnych obniżkach stóp procentowych, ale powoduje, że z większym optymizmem możemy myśleć o oczekiwanych stopach zwrotu w dłuższym terminie.

W poprzednich „Perspektywach rynkowych” zaznaczaliśmy, iż wolimy obligacje zagraniczne od obligacji polskich. W tym momencie **zmieniamy układ preferencji – z powrotem w stronę obligacji krajowych**. Wpływa na to, wspomniany już, lepszy obraz dotyczący ścieżki inflacji oraz atrakcyjniejsze wyceny.

Globalne obligacje korporacyjne



Karol Ciuk

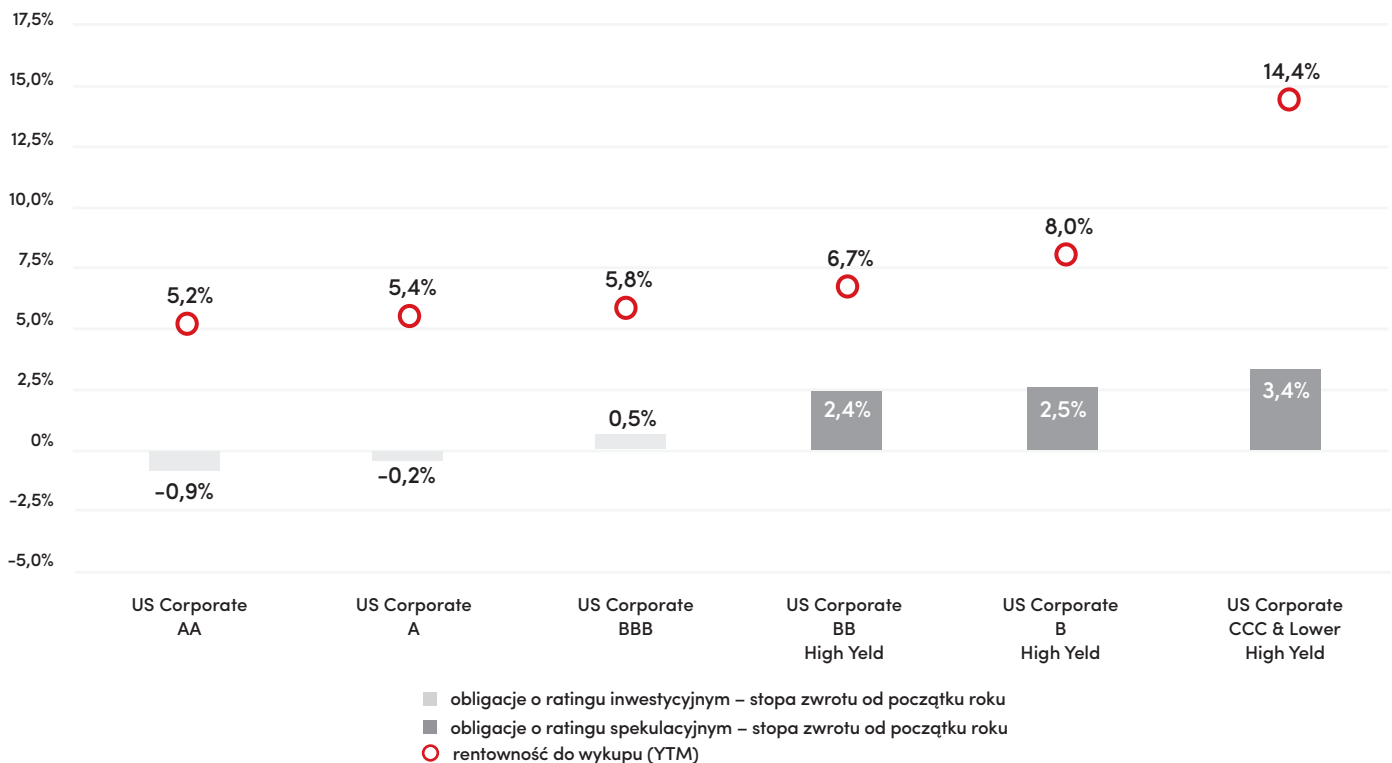
Dyrektor Zespołu
 Zarządzania Strategiami Globalnymi,
 Zarządzający portfelem

W pierwszej połowie roku 2024 inwestycja w globalne obligacje korporacyjne przyniosła inwestorom zyski, choć stopy zwrotu w zależności od ratingu kredytowego były zróżnicowane i nieco niższe niż w analogicznym okresie poprzedniego roku (tj. 2023). Na notowania wpływały zarówno okresy wzrostu, jak i spadku rentowności obligacji skarbowych. Zastanówmy się zatem, jakie perspektywy rysują się przed tym segmentem rynku.

Zanim jednak odniesiemy się do naszych oczekiwań na przyszłość, warto spojrzeć na notowania obligacji korporacyjnych, w zależności od ratingu kredytowego w Stanach Zjednoczonych w pierwszej połowie 2024 roku. Jak widać na wykresie „Stopy zwrotu i rentowności amerykańskich obligacji korporacyjnych od początku roku”, to **dług o wyższym ryzyku kredytowym i ratingu spekulacyjnym (tzw. high yield) przyniósł wyższe stopy zwrotu niż ten bezpieczniejszy o ratingu inwestycyjnym (tzw. invest-**

ment grade). Stopy zwrotu z indeksów obligacji korporacyjnych o ratingu od AA do BBB były zróżnicowane i wynosiły od -0,9% do 0,5%, a tych o ratingu spekulacyjnym od 2,4% do aż 3,4%. Podobne tendencje obserwowaliśmy **na rynku europejskim**, choć w tym przypadku stopy zwrotu były nieco niższe, w szczególności w segmencie o najniższym ryzyku kredytowym. Jak zatem widzimy, **w pierwszej połowie roku więcej można było zyskać inwestując w obligacje o wyższym ryzyku.**

Stopy zwrotu i rentowności amerykańskich obligacji korporacyjnych od początku 2024 r.



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg oraz indeksów ICE BofA. Stan na 28.06.2024 r.

Wysoka rentowność to powód, dla którego wielu inwestorów interesuje się obecnie lokowaniem kapitału na zagranicznym rynku obligacji korporacyjnych. **Możliwości inwestycyjne uzależnione są od profilu ryzyka.** Ten **bardziej ryzykowny segment obligacji wysokodochodowych, tzw. high yield**, daje najwyższą rentowność. Na przykładzie rynku amerykańskiego – jest to ok. 8,1% dla szerokiego indeksu i waha się od około 6% do nawet kilkudziesięciu procent rentowności w przypadku emitentów najbardziej zagrożonych upadłością (rating CCC lub niższy). Dlatego **w tej grupie bardzo istotna pozostaje selekcja emitentów, bo potencjalnie wyższy zysk oznacza także wyższe ryzyko.** Natomiast szukając większej stabilności wyniku, warto wspomnieć, że **dużo mniej zróżnicowane (ale niższe) pozostają rentowności w segmencie tzw. investment grade, czyli obligacji o ratingu inwestycyjnym**, gdzie – dla całego indeksu – wynoszą ok. 5,5%.

Analizując rentowności, warto wspomnieć, że **istotny wpływ na notowania mogą mieć wahania spread'ów kredytowych**, które odzwierciedlają **oczekiwania dotyczące ryzyka upadłości przedsiębiorstw (ang. default rate)**. Obecnie są one na poziomie niższym niż historyczne średnie, w szczególności w segmencie high yield, gdzie różnica w spread'ie względem segmentu investment grade jest blisko historycznych minimów. Z tej prostej analizy wnioskujemy, że **stosunek zysku do ryzyka pozostaje lepszy w grupie obligacji o ratingu inwestycyjnym.**

Wynika to z faktu, że spread'y kredytowe mają tendencję powrotu do średniej, co – w obecnej sytuacji – oznacza, że zwiększa się prawdopodobieństwo ich wzrostu. Z drugiej strony, przy oczekiwaniach na poprawę koniunktury, okresy bardzo niskich spread'ów kredytowych mogą trwać stosunkowo długo, wspierając wyniki, w szczególności w grupie obligacji high yield. **Należy jednak mieć na uwadze rosnące w tym roku stopy bankructw**, ale – niezależnie od tego – przy odpowiednim doborze emitentów do portfela możliwe jest uzyskanie bardzo atrakcyjnej rentowności. Natomiast analizując sytuację z punktu widzenia regionu geograficznego, warto odnotować, że nieco wyższe spread'y – w porównaniu do amerykańskiego – obserwujemy obecnie na rynku europejskim.

Podsumowując, **pierwsza połowa roku przyniosła inwestorom na rynku globalnych obligacji korporacyjnych pozytywne stopy zwrotu**, w szczególności – w grupie o wyższym ryzyku kredytowym. Jednak, biorąc pod uwagę niższe względem historycznych spread'y kredytowe i relatywnie większą atrakcyjność wycen obligacji o niższym ryzyku kredytowym, **w drugiej połowie roku preferujemy obligacje investment grade względem high yield.** Jednocześnie zwracamy uwagę na wciąż **wysokie rentowności obligacji korporacyjnych**, niezależnie od segmentu rynku, co – w naszej ocenie – wspiera argument o atrakcyjności tej klasy aktywów.

Poziom rentowności dla obligacji korporacyjnych w USA i Europie

	rentowność	średnia 3 lata	mediana 3 lata	minimum 3 lata	× średnia 3 lata	× poziom indeksu	← przedział	maksimum 3 lata
amerykańskie obligacje o ratingu inwestycyjnym (YTM)	5,56%	4,63%	5,27%	1,98%	←	×	←	6,46%
europejskie obligacje o ratingu inwestycyjnym (YTM)	3,88%	3,00%	3,84%	0,25%	←	×	←	4,69%
amerykańskie obligacje High Yield (YTM)	8,10%	7,54%	8,10%	4,53%	←	×	←	9,63%
europejskie obligacje High Yield (YTM)	6,68%	6,09%	6,68%	2,81%	←	×	←	8,52%

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

Spread kredytowy (punkty bazowe) - OAS	poziom indeksu	średnia 3 lata	mediana 3 lata	minimum 3 lata	× średnia 3 lata	× poziom indeksu	← przedział	maksimum 3 lata
amerykańskie obligacje o ratingu inwestycyjnym (IG)	96	121	123	86	←	×	←	171
europejskie obligacje o ratingu inwestycyjnym (IG)	118	142	147	83	←	×	←	226
amerykańskie obligacje o ratingu spekulacyjnym (HY)	321	395	389	301	←	×	←	599
europejskie obligacje o ratingu spekulacyjnym (HY)	353	428	431	285	←	×	←	668

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg oraz indeksów ICE BofA. Stan na 28.06.2024 r.

Globalne rynki akcji



Piotr Stopiński

Dyrektor Zespołu Zarządzania
 Akcjami Rynków Zagranicznych



Filip Lubka

Zarządzający portfelem,
 Zespół Zarządzania
 Akcjami Rynków Zagranicznych

Najważniejszym zjawiskiem pierwszej połowy roku 2024 było – w dużej mierze – opanowanie inflacji. Bankierzy centralni nie spoczywają na laurach i zapowiadają dosyć rygorystyczne podejście do polityki monetarnej.

W głównych trendach bez zmian. Rynek akcji USA rósł na fali nowej technologii opartej o sztuczną inteligencję. Europa w marazmie gospodarczym. A Chiny próbowały wrócić na ścieżkę szybszego wzrostu gospodarczego. Indeksy rynków akcji w tych trzech wielkich gospodarkach urosły, przy czym najmniej – na rynku chińskim.

Stopy zwrotu w I połowie 2024 r.

Indeksy	Stopa zwrotu (w walucie lokalnej wybranych indeksów) od początku 2024 r. do 28.06.2024 r.
S&P 500 (USA)	14,50%
Stoxx 600 (Europa)	6,80%
CSI 300 (Chiny)	0,89%

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg. Stan na 28.06.2024 r.

W naszym podejściu na drugą połowę 2024 roku, chcielibyśmy uwzględnić **pojawiające się pozytywy** jakimi są: **niższa inflacja, relatywnie stabilne ceny surowców oraz brak zdecydowanego pogorszenia na rynku pracy. Nie można jednak przesadzać z entuzjazmem**, ponieważ dane z gospodarek odzwierciedlone indeksami PMI, w tym szczególnie ISM dla USA, nie mówią o przełomie w postaci lepszych zamówień w przemyśle czy lepszej oceny sytuacji gospodarczej (wykres „Indeks ISM” oraz wykres „Indeks ISM New Orders”). Tak więc, reasumując – jest stabilnie, **ale potrzeba nowego motoru wzrostu. Jednym z największych ryzyk – trudnym do wkalkulowania, pozostaje geopolityka.**

W drugiej połowie roku oczekujemy, że rynek akcji będzie rósł siłą więcej niż tylko wąskiej grupy firm technologicznych. Czyli zauważalny dotychczas **brak wzrostów szerokiej grupy firm** – w stosunku do indeksu, jak pokazuje tabela „Zmiany wariantów indeksu S&P 500” na str. 10 – **powinien wg nas zacząć się odwracać.** Pierwszym znakiem były zdecydowane prognozy firm

Indeks ISM dla USA (dane w pkt.)



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg. Stan na 28.06.2024 r.

Indeks ISM dla USA w obszarze nowych zamówień (New Orders) (dane w pkt.)



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg. Stan na 28.06.2024 r.

wydawane w trakcie wyników za pierwszy kwartał tego roku, gdzie większość zarządów wyraziła oczekiwanie, co do poprawy koniunktury w drugiej połowie roku. Drugim punktem jest **zdecydowanie niższa wycena „przeciętnej” firmy z szerokiego rynku w USA niż – skoncentrowanego dosyć dzisiaj – indeksu firm amerykańskich (gdzie dominuje „wagę” wąska grupa gigantów technologicznych).** Różnica prostego wskaźnika – cena do zysku – dla obu wynosi 4–5 pkt, co stawiałoby wycenę

szerokiego rynku bliżej jego historycznych średnich niż w górnej granicy, jak to jest dla głównego indeksu (zdominowanego przez wspomniane „kolosy” technologii).

Indeksy

Indeksy (w USD)	Stopa zwrotu od początku 2024 r. do 28.06.2024 r.
S&P 500	14,5%
S&P 500 Equal weighted (równe wagi)	4,1%

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg. Stan na 28.06.2024 r.

Nie można nie wspomnieć o wydarzeniu, które na pewno będzie miało istotny wpływ na rynki finansowe bliżej końca drugiej połowy roku 2024, a którego znaczenie – w kształtowaniu się obrazu gospodarczego w średnim terminie – w ostatnich latach wzrasta. **Wtorek 5 listopada 2024 r. to wybory prezydenta Stanów Zjednoczonych, które rozpalają ogromne emocje.** Dzisiaj ciężko wyrokować, co wygrana konkretnego kandydata oraz układ sił w amerykańskim parlamencie będzie oznaczał. Pojawia się bowiem coraz więcej dwuznaczności w każdej decyzji, jakiej dokonają wyborcy tego kraju. Zaznaczymy jedynie, że wybór jednego lub drugiego kandydata będzie rzutował na **inną ścieżkę wzrostu gospodarczego**, deficyt i finansowanie potrzeb do spełnienia obietnic wyborczych, tempo przechodzenia do gospodarki niskoemisyjnej, subsydia dla inwestycji na terenie USA oraz projekcję inflacji... Być może, ostateczne rozstrzygnięcia będą wymagały również dłuższego czasu, co wniosłoby dodatkową zmienność na rynku (np. gdyby zabrakło jednoznaczności wyników...). Na ten moment analitycy szacują wzrosty PKB w USA w okolicach 2% rok do roku przez najbliższe dwa lata, co wskazuje na stabilną ścieżkę wzrostu, aczkolwiek na niskich poziomach.

W pierwszej połowie roku 2024, nasze defensywne nastawienie wyraziłszy preferując akcje firm dywidendowych.

Szacowany wzrost PKB w najbliższych latach w USA

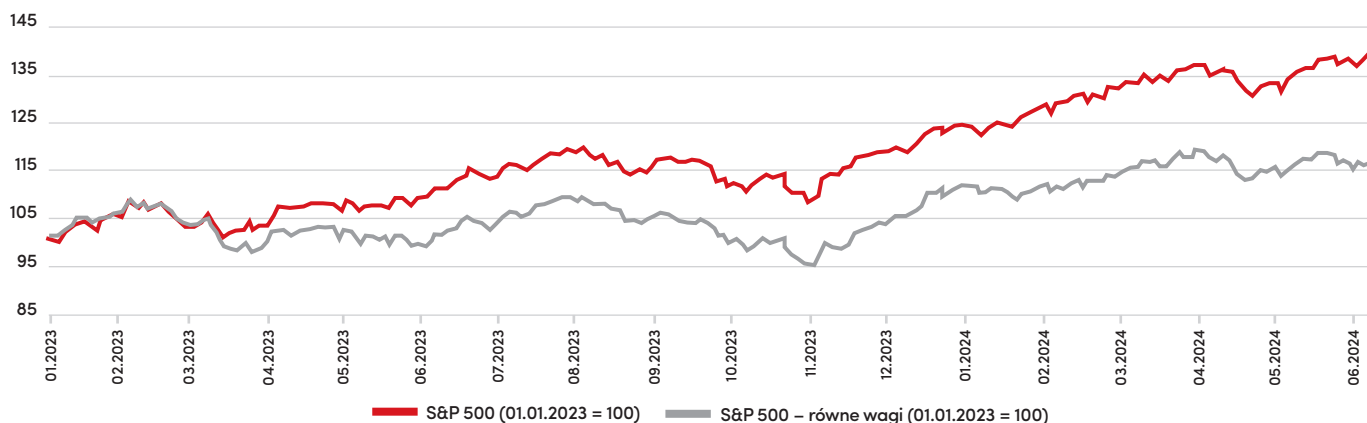
2024	2,4%
2025	1,8%
2026	2,0%

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg. Stan na 28.06.2024 r.

Natomiast **w drugiej części roku**, pomimo niepewnego obrazu, **chcemy wykorzystać korekty i słabości rynku jako czas na akumulowanie firm sekularnych** (tu: takich, które zyskują mocno na długoterminowym wzroście gospodarczym), w oczekiwaniu na poprawę dynamik w 2025 roku, utrzymując jednak nadal przeważenie w akcjach firm dywidendowych (tu: traktowanych przez nas jako defensywne – mniej wrażliwe na wahania tempa wzrostu gospodarczego i dające szanse na korzyści z inwestycji w postaci regularnie płaconych dywidend). Nasze myślenie jest takie, że o ile firmy dywidendowe powinny skorzystać na ustabilizowaniu się inflacji i potencjalnym złagodzeniu polityki monetarnej, o tyle cięcia stóp procentowych dadzą pierwszy sygnał do rozpoczęcia nowego cyklu odrodzenia się popytu. Zakładając taki scenariusz szukamy w strategiach sekularnych (tu: wzrostowych) większego wzrostu nominalnego wraz z poprawą gospodarczą, a przede wszystkim lepszych perspektyw, gdyby to ożywienie wymagałoby więcej czasu.

Naszą strategię realizujemy m.in. przez analizę i inwestowanie w globalne trendy, które kształtują światowy biznes. **Cyfrowe społeczeństwo, robotyzacja życia, zielona przestrzeń, awiacja i infrastruktura** – to tematy, na których się koncentrujemy. Konsekwentnie inwestujemy w akcje spółek reprezentujących i nadających ton wcześniej wspomnianym, szybko rozwijającym się trendom światowej gospodarki. Zakładamy, że – w długim terminie – kursy akcji tych spółek będą rosły szybciej niż szersze indeksy akcji globalnych.

Zmiany wariantów indeksu S&P 500 (pięciuset największych firm notowanych w USA)



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg. Stan na 28.06.2024 r.

Krajowy rynek akcji



Piotr Grzeleński

Dyrektor Zespołu Zarządzania
 Akcjami Rynku Krajowego



Piotr Sałata

Zarządzający portfelem,
 Zespół Zarządzania Akcjami Rynku Krajowego

Pierwsze półrocze 2024 r. nie obfitowało w przełomowe wydarzenia dla krajowego rynku akcji. Stopa zwrotu indeksu WIG do końca czerwca bieżącego roku wyniosła 12,9%, co jest wartością zbliżoną do zachowania szerokiego rynku akcji, reprezentowanego przez indeks MSCI ACWI. Czynniki, które miały istotny wpływ na kształtowanie się zmienności na warszawskim parkiecie w pierwszym półroczu, miały bardzo często charakter zewnętrzny.

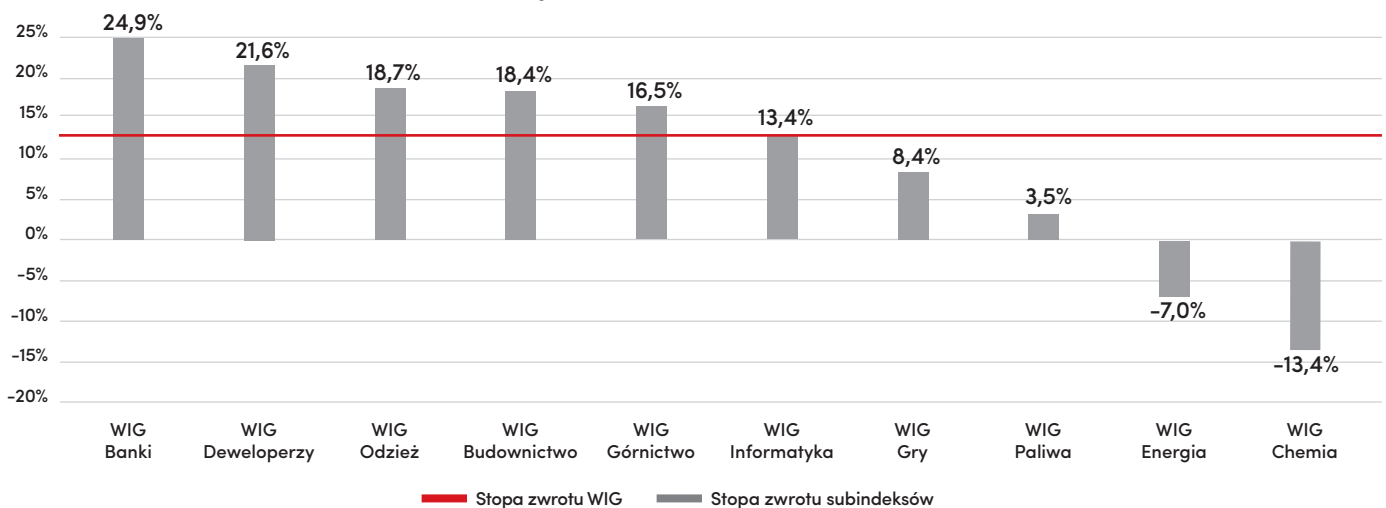
Aspektem, który był obserwowany od początku bieżącego roku przez uczestników rynku, oczywiście nie tylko nad Wisłą, ale i w skali globalnej, **była oczekiwana liczba obniżek stóp procentowych przez najważniejszy bank centralny świata – Fed**. W 2024 rok wchodziliśmy z oczekiwaniem rynku na aż sześć – siedem obniżek stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych, po 25 punktów bazowych każda. Obecnie, pod koniec pierwszego półrocza, konsensus rynkowy waha się pomiędzy jedną, a dwiema obniżkami, które mają mieć miejsce bliżej końca tego roku. **Przesuwanie się tych oczekiwań na przestrzeni kilku ostatnich miesięcy miało, jak się wydaje, w przeważającej większości negatywny wpływ na rynki akcyjne, w tym - na warszawski parkiet.**

Warto jednak zaznaczyć, że, pomimo powyższego wyzwania, **krajowemu rynkowi akcji, powiodło się uzyskanie dobrej stopy zwrotu**. Tym, co wspierało rynek były wyniki finansowe emitentów. Na wyróżnienie ponownie zasługiwał **sektor bankowy**, który – w bieżącym otoczeniu stóp procentowych – nadal prezentuje

bardzo dobre rezultaty. Nie dziwi również odnotowanie bardzo dobrej stopy zwrotu przez spółki z **sektora deweloperów mieszkaniowych**, których sprzedaż wspierana była z jednej strony przez programy rządowe, a z drugiej – przez dobrą kondycję konsumenta. Na drugim biegunie rynkowych stóp zwrotu na GPW, znalazł się **sektor chemiczny**, któremu ciążyła bardzo wymagająca koniunktura w segmencie nawozowym. Również **sektor energetyczny** miał swoje problemy związane z brakiem jednoznacznych planów wydzielenia działalności wydobywczej oraz produkcji energii w oparciu o węgiel.

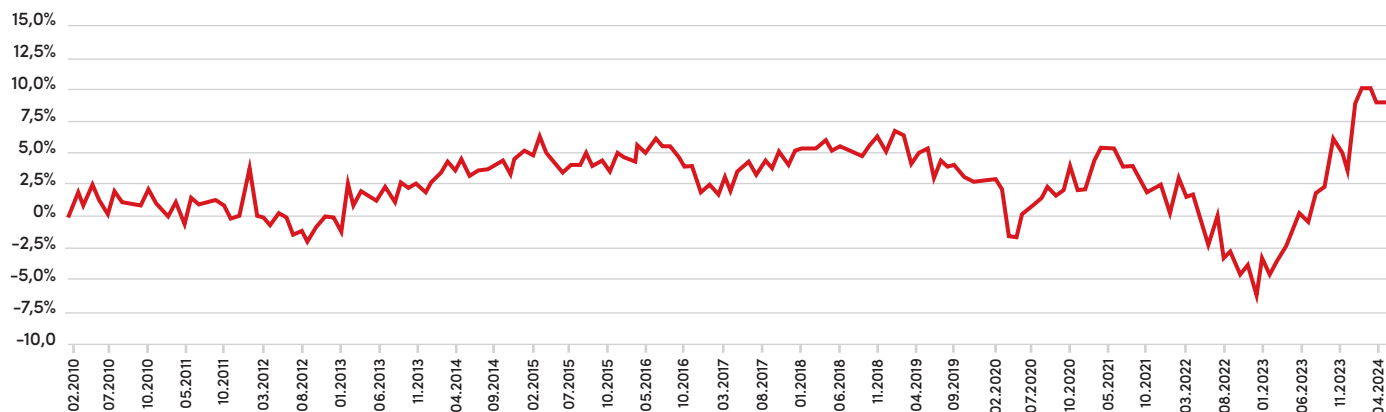
Polska gospodarka w 2024 roku jest napędzana przede wszystkim konsumpcją wewnętrzną za sprawą silnego wzrostu wynagrodzeń. Podwyżka płacy minimalnej o 20%, która bezpośrednio dotyczy aż 1/4 pracowników najemnych oraz – dodatkowo – istotną część pozostałych zatrudnionych, których wynagrodzenie jest powiązane w wysokością minimalnej płacy, napędziła **spiralę wynagrodzeń w naszym kraju**. W tym samym tempie wzrastają pensje w sektorze

Stopa zwrotu YTD do 28.06.2024



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg. Stan na 28.06.2024 r.

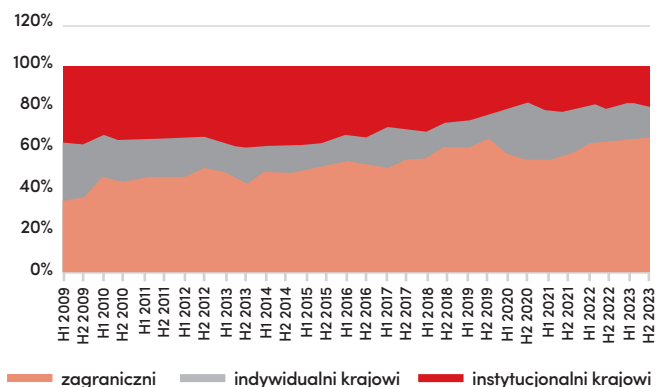
Realne pensje w Polsce (Wzrost średniego wynagrodzenia rdr - minus - Inflacja CPI rdr)



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg. Stan na 28.06.2024 r.

publicznym. W sektorze prywatnym, jako całość, oczekiwany jest w tym roku wzrost wynagrodzeń przekraczający 10%. Z drugiej strony, obserwujemy spadającą dynamikę inflacji, głównie za sprawą presji deflacyjnej w segmencie dóbr trwałego użytku oraz braku presji ze strony surowców. Wysoka dynamika płac, w połączeniu z niską inflacją, przekłada się na **rekordowy wzrost pensji realnych** (wykres „Realne pensje w Polsce”), czyli skorygowanych o wzrost cen. W pierwszym półroczu, przy okazji spadku dynamiki inflacji poniżej 3 punktów procentowych, obserwowaliśmy nawet dwucyfrowy wzrost pensji realnych. **Poprawa sytuacji finansowej gospodarstw domowych, w połączeniu z mocnym rynkiem pracy i niskim bezrobociem, zwiększają skłonność do konsumpcji.** W tym roku, z pewnością, **sektor spółek konsumencyjnych**, który jest mocno reprezentowany na polskiej giełdzie, jest **zdecydowanym beneficjentem opisanych powyżej trendów**. Dodatkowo, duże spółki handlu detalicznego często mają wyraźną ekspozycję zagraniczną w krajach Europy Środkowej, co potęguje ich nadreprezentację w indeksie w stosunku do naturalnego udziału tego segmentu w PKB. Obecnie, na dobrym nastroju konsumentów zyskują spółki detaliczne, **z wyłączeniem handlu spożywczego**, będącego **pod presją deflacji żywności, podwyżki stawek VAT oraz naturalnie defensywnego biznes-modelu**. Klienci nie zmniejszają zakupów żywności w sytuacji spowolnienia gospodarczego, ale jednocześnie nie zwiększają swojego koszyka zakupowego w momencie wzrostu realnych wynagrodzeń. Kolejnym czynnikiem wspierającym omawiany segment spółek notowanych na GPW, jest **silny złoty** (w stosunku do dolara), co obniża koszty zakupów towarów z Azji, rozszerzając marże spółkom. W scenariuszu braku załamania rynku pracy lub wyraźnego osłabienia złotego w stosunku do dolara, można spodziewać się kontynuacji pozytywnego wpływu tego segmentu na stopy zwrotu na giełdzie w Warszawie w drugiej połowie roku.

Udział inwestorów w obrotach giełdowych- GPW



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z GPW, stan na 31.12.2023 r.

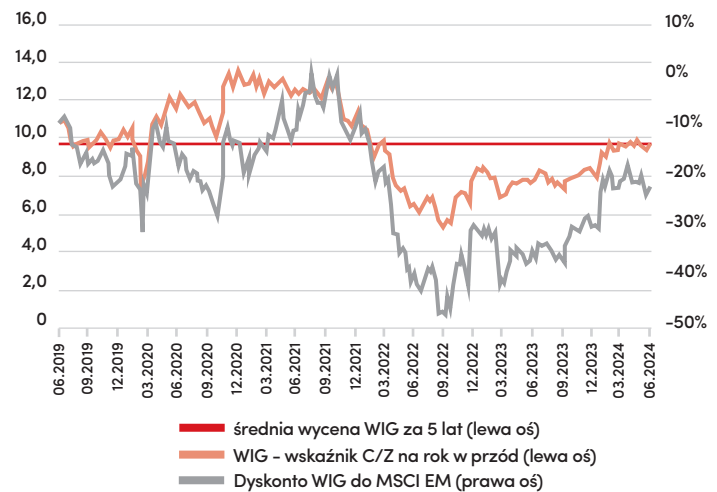
W ostatnich dwóch dekadach **rośnie rola inwestorów zagranicznych na polskiej giełdzie**. Jeszcze w 2009 roku udział tej grupy w obrotach na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie stanowił 35% i zyskiwał w kolejnych latach, osiągając rekordowy poziom 66% w drugim półroczu ubiegłego roku. Wzrost aktywności inwestorów zagranicznych na przestrzeni ostatnich lat z pewnością **jest pozytywnym zjawiskiem dla rozwoju polskiego rynku kapitałowego, jednak miewa też swoje negatywne konsekwencje**. W ramach inwestorów zagranicznych **dominują przede wszystkim rozwiązania pasywne, co jest pochodną rosnącej roli ETF-ów w globalnych portfelach**. Wysoki udział pasywnych rozwiązań wystawia nas na **ryzyko zmienności wynikające z globalnych przepływów**, często oderwanych od sytuacji w poszczególnych spółkach wchodzących w skład indeksu WIG. Z drugiej strony, **zmarginalizowany został udział rodzimego kapitału w obrotach**. W przypadku kapitału instytucjonalnego spadek aktywności był **pochodną reform systemu OFE oraz mniejszym**

zainteresowaniem klientów indywidualnych funduszami.

W przypadku inwestycji bezpośrednich inwestorów indywidualnych widzimy okresowe powroty kapitału oraz **umiarkowaną odbudowę zainteresowania**. Kluczowe są jednak przede wszystkim zmiany strukturalne. Już od kilku lat widać stopniowy powrót zaufania do polskiej giełdy. **Początkiem pozytywnych zmian było wprowadzenie Pracowniczych Planów Kapitałowych, które zapewniają stały oraz rosnący strumień napływów na giełdę w Warszawie.** Pomimo tego, że skala partycypacji w programie jest na niższym poziomie niż pierwotnie zakładano, czy faktycznie, że część uczestników wykorzystuje program do regularnych wypłat uszczuplając tym samym bazę aktywów, **należy podkreślić trudno kwantyfikowalny czynnik edukacji społecznej, uwidaczniający na przykładzie własnego portfela PPK korzyści z długoterminowego oszczędzania.** Szansą na dalszą popularyzację polskiego rynku akcji są zapowiedzi zmian podatkowych, których celem jest aktywizacja społeczeństwa na polu aktywnego oszczędzania. Pierwsze zapowiedzi wprowadzenia kwoty wolnej od podatku kapitałowego, w przypadku ich wprowadzenia, **wg nas przełożą się pozytywnie na saldo napływów na giełdę, choć trudno określić ich skalę.** Dodanie kolejnego źródła napływów nowych pieniędzy na giełdę w Warszawie, poza programem PPK czy wysokimi reinwestowanymi dywidendami, uniezależniłoby naszą giełdę od napływów zagranicznych, których kierunek w dużej mierze determinowany jest przez krótkoterminowy sentyment rynkowy.

Mimo wzrostów na giełdzie w Warszawie, jakie mają miejsce od października 2022 r., wycena rodzimego rynku nadal wydaje się być atrakcyjna. Podstawowy miernik wyceny, czyli stosunek bieżącej ceny do prognozowanych na 12 miesięcy w przód zysków dla WIG, wyniósł na połowę czerwca ok. 9,5. Z jednej strony jest to wartość porównywalna do 5 – letniej średniej, która oscyluje wokół 9,7. Z drugiej, krajowy rynek

Wycena WIG względem lat ubiegłych oraz dyskonto do MSCI Emerging Markets

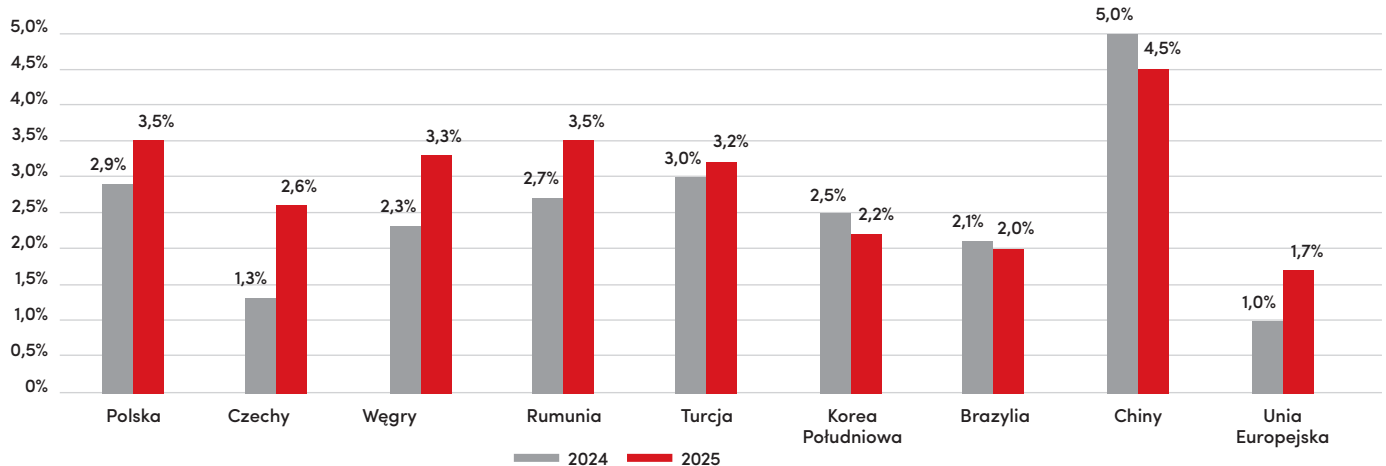


Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg. Stan na 28.06.2024 r.

akcji nadal charakteryzuje **wysokie dyskonto do indeksu rynków wschodzących MSCI** – ok. 24%. Na przestrzeni ostatnich 5 lat różnica w wycenie WIG do MSCI Emerging Markets wahała się pomiędzy dyskontem ok. 47% po rozpoczęciu wojny w Ukrainie, do niewielkiej premii we wrześniu 2021 r. Warto w takim razie zadać sobie pytanie, czy w obecnym otoczeniu, tak wysokie dyskonto do innych rynków rozwijających się, jest uzasadnione? W naszej ocenie – niekoniecznie, co mogło by otwierać drogę do dalszych wzrostów indeksów nad Wisłą.

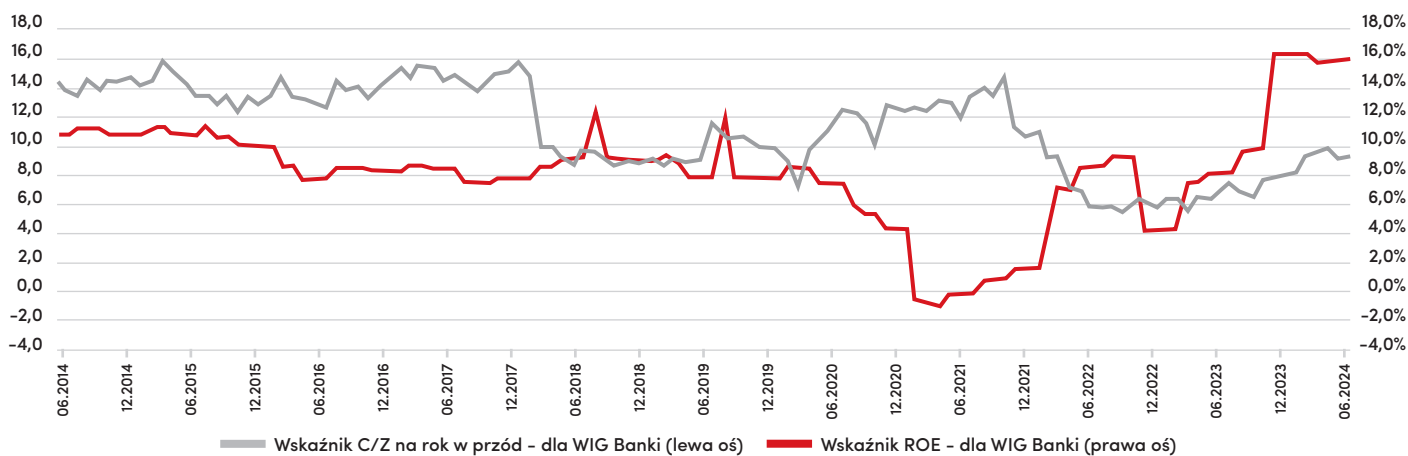
Mając na uwadze otoczenie makroekonomiczne, **polska gospodarka wyróżnia się na tle zarówno krajów Europy Środkowo – Wschodniej, jak i – nawet szerzej – krajów zaliczanych do grona rozwijających się.** Na bazie średniej z prognoz

Prognozowana dynamika PKB



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg. Stan na 28.06.2024 r.

Wycena sektora bankowego w Polsce na tle jego rentowności



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg. Stan na 28.06.2024 r.

zebranych przez serwis Bloomberg, dynamika PKB w Polsce w 2024 r. ma wynieść +2,9%, a w kolejnym roku nawet +3,5%. Z krajów naszego regionu podobne dynamiki może odnotować tylko Rumunia. Co więcej, polska gospodarka ma rozwijać się istotnie szybciej niż prognozowany wzrost dla całej wspólnoty europejskiej. Dodatkowo, zakładany wzrost gospodarczy w naszym kraju w średnim terminie prezentuje się relatywnie dobrze na tle innych istotnych krajów wchodzących w skład indeksu MSCI Emerging Markets, jak Korea Południowa, Brazylia, czy Turcja. Mając na uwadze, opisane powyżej, utrzymujące się dyskonto naszego rynku do średniej wyceny dla rynków wschodzących, **istnieje duża szansa, że rodzimy parkiet może przyciągnąć zainteresowanie globalnych strategii.** Nowe środki napływające na rynek w wydatny sposób mogą przyczynić się do „przymknięcia” tej luki w wycenie.

Z uwagi na wysoki udział w indeksie WIG, **kluczowym dla koniunktury na warszawskim parkiecie niezmiennie pozostaje sektor bankowy.** Od początku trendu wzrostowego w październiku 2022 r., spółki finansowe są liderem hossy. Warto jednak zaznaczyć, że dobra passa na kursach tych spółek znalazła swoje odzwierciedlenie w rekordowych (uwzględniając m.in. podatek bankowy) wynikach. Obecnie sektor bankowy w Polsce na bazie wskaźnika C/Z wyceniany jest blisko swojej 5-letniej średniej, czyli ok. 9,4. Z drugiej strony, jeśli weźmiemy pod uwagę dłuższy horyzont, to przed 2018 rokiem wyceny sektora finansowego w Polsce regularnie wahały się w przedziale 12,2-15,8. Biorąc pod uwagę bardzo wysoką rentowność, która reprezentowana jest przez wskaźnik ROE (rentowność kapitałów własnych), wydaje się, że ponownie istnieje przestrzeń, aby uczestnicy rynku akceptowali wyższe poziomy wyceny sektora bankowego w Polsce.

Ryzyka dla krajowego rynku akcji mają głównie charakter zewnętrzny. Wybory w Stanach Zjednoczonych na jesieni są jednym z tych czynników, który może zwiększyć zmienność rynków wschodzących. Z jednej strony, w przypadku wygranej Donalda Trumpa, nie można wykluczyć istotnych zmian w polityce zagranicznej USA oraz zwiększenia protekcjonizmu w kwestii handlu. Z drugiej, wygrana kontrkandydata Trumpa, może wiązać się z wprowadzeniem wyższego opodatkowania dochodów firm, co zapewne nie byłoby ciepło przyjęte przez inwestorów. Nadal nie możemy zapominać również, że **za naszą wschodnią granicą toczy się konflikt zbrojny, który ma niestety potencjał do eskalacji, co mogłoby wiązać się ze wzrostem awersji do ryzyka względem aktywów z naszego regionu.** W kontekście aspektów krajowych, warto wskazać na **negatywny wpływ jaki wywiera silny polski złoty na spółki z sektora przemysłowego, których sprzedaż skierowana jest na eksport do krajów zachodnich.** Potencjalne ryzyka wewnętrzne dla polskiej giełdy mogą pojawić się dopiero w przyszłym roku w postaci rozpoczęcia cyklu obniżek stóp procentowych, co odbiłoby się na rentowności sektora bankowego oraz pogorszy percepcję tego segmentu rynku wśród inwestorów.

Podsumowując, **nadal jesteśmy konstruktywnie nastawieni do rodzimego rynku akcji.** Warto jednak zaznaczyć, że „najniższe wiszące owoce” zostały już zerwane, a kontynuacja wzrostów, dla niektórych sektorów (m.in. banki), może wiązać się z **koniecznością akceptacji wyższego poziomu wskaźników** przez uczestników rynku. Z drugiej strony, **silne fundamenty polskiej gospodarki, wspierane przez konsumpcję prywatną oraz nadal szeroko płynące środki na inwestycje z Unii Europejskiej, będą stanowiły mocne wsparcie dla akcji spółek notowanych nad Wisłą.**

Podsumowanie



Jacek Babiński

Wiceprezes Zarządu
odpowiedzialny za Pion Zarządzania Aktywami

Pora na podsumowanie naszych tez inwestycyjnych na drugie półrocze 2024 r. To nadal dobry czas na generowanie dochodu z portfela krótkoterminowych papierów dłużnych (polskich, ale i z rynku amerykańskiego).

Po naszym, jak się okazało, zasadnym sceptycznym podejściu do polskich obligacji długoterminowych i dość burzliwym pierwszym półroczem 2024 r., w perspektywie kolejnych sześciu miesięcy znowu pozytywnie patrzymy na polskie obligacje długoterminowe. Na globalnych rynkach obligacji korporacyjnych za bardziej korzystne nadal uważamy inwestycje w papiery o ratingu inwestycyjnym. Nie zmieniamy naszej ostrożności wobec globalnych rynków akcji, ale – w relacji do nich – nadal większych szans upatrujemy w wybranych segmentach i spółkach naszej warszawskiej giełdy. Przy świadomości wyższego ryzyka zmienności, z zainteresowaniem patrzymy na chińskie rynki akcji. Podobnie przyglądamy się niektórym pozycjom z rynków surowców, dla których jednak kluczowe będą losy światowej koniunktury gospodarczej.

- Prawdopodobna perspektywa utrzymania restrykcyjnej polityki pieniężnej w Polsce w kolejnych kwartałach w naszej opinii **sprzyjać powinna portfelom opartym o papiery dłużne krótkoterminowe**. Tak jak oczekiwaliśmy, to **nadal dobry czas na generowanie dochodu z tego segmentu**.
- Odsuwanie w czasie perspektywy obniżania stóp procentowych w USA stwarza korzystną sytuację do utrzymywania pozycji i inwestowania w **portfel amerykańskich bonów skarbowych i krótkoterminowych obligacji rządu USA**. Portfel taki korzysta z narracji „higher for longer”.
- Przejściowo osiągnięty dotek inflacyjny w Polsce i perspektywa umiarkowanego wzrostu inflacji w kolejnych kwartałach, przy jednoczesnym utrzymywaniu stóp procentowych NBP oraz jednoczesne wahania na rynkach obligacji na świecie doprowadziły w pierwszym półroczu 2024 do zmienności i pogorszenia notowań także **polskich obligacji długoterminowych**. Pretekstem do mocnej korekty u nas były zaburzenia na globalnych rynkach obligacji, wywołane bardzo mocną zmianą oczekiwań

co do tempa i skali obniżek stóp w USA. Tak wygenerowane wahania i spadki cen obligacji długoterminowych sprawiły, iż krótkoterminowe wyniki portfeli takich papierów uległy pogorszeniu. Ale, **w perspektywie drugiego półrocza 2024, pozytywnie oceniamy perspektywy tego segmentu rynku – przy wyższym ryzyku niż obligacje krótkoterminowe, dają one – naszym zdaniem – w horyzoncie 6 miesięcy wyższy potencjał stopy zwrotu**. Zwracamy uwagę jednak na **ryzyko zmienności**, które może wynikać także z sytuacji na rynkach światowych (np. z uwagi na wybory w USA) oraz ewentualnie napiętą sytuację budżetową Polski.

- Na **globalnym rynku obligacji korporacyjnych**, nadal za atrakcyjniejsze (przy uwzględnieniu ryzyka i potencjału zysku) uważamy **obligacje korporacyjne o ratingu inwestycyjnym (IG)**.
- Utrzymujemy **ostrożne lub lekko negatywne podejście do zagranicznych rynków akcji**. Relatywnie wysokie wyceny i niezwykle wyśrubowane oczekiwania wobec spółek przede wszystkim amerykańskich, przy jednocześnie utrzymujących się wysokich stopach procentowych (i kosztach finansowania i refinansowania), **mogą być poważnym wyzwaniem i prowokować korekty. Ryzyko zmienności zwiększają np. jesienne wybory prezydenckie w USA**.
- Mimo dotychczasowych wzrostów kursów i sporych wahań nastrojów, **podtrzymujemy naszą opinię o względnej, relatywnej atrakcyjności wybranych segmentów i spółek polskiego rynku akcji – względem rynku globalnego**. W dłuższej perspektywie sprzyjać mu powinno oczekiwane ożywienie gospodarcze w Polsce, aczkolwiek – naszym zdaniem – jego tempo może być słabsze od oczekiwań. Takie zjawiska, jak podtrzymanie popytu konsumpcyjnego czy zwiększające się napływy na rynek środków

z PPK, powinny działać korzystnie na portfele na polskim rynku akcji. Jednocześnie cały czas **bardzo dużym ryzykiem dla polskich aktywów pozostaje wojna w Ukrainie** (otrzymuje ona pomoc zachodnią, ale na razie brak nadziei na korzystne rozstrzygnięcie wojny).

- Jeśli kontynuowane będą zabiegi władz chińskich o wsparcie koniunktury gospodarczej i przywrócenie osłabionego zaufania globalnych inwestorów do tamtejszych rynków akcji, to stworzy to **szanse dla pozycji na rynku chińskim**. Spore wahania i brak przejrzystości w polityce chińskiej może być jednak przyczyną zmienności na tych parkietach.

- Uważamy, że w dłuższym horyzoncie **bardzo wysoki potencjał inwestycyjny mają rynki surowców**. Należy jednak zauważyć, że oczekiwane przez nas słabsze od oczekiwań tempo wzrostu gospodarczego na świecie w tym roku **nie sprzyja ich wycenom w krótkim horyzoncie**. Rozsądna wydaje więc się **strategia akumulacji na ewentualnych spadkach cen**.

Jak zawsze, **przypominamy o zdrowym rozsądku w inwestowaniu**. I o tym, że **portfel każdego inwestora musi być dopasowany do jego indywidualnych możliwości i potrzeb finansowych, odporności nerwowej, poziomu akceptowanego ryzyka i czasu**, jaki może dać swoim pieniądзом na to, by zapracowały dla swojego właściciela. Zapraszamy do lektury, słuchania i oglądania naszych materiałów np. na stronie internetowej www.pekaofti.pl czy profilu na LinkedIn.

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


Stopy zwrotu oraz wybrane indeksy (stan na 28.06.2024)

rynek	indeks	poziom bieżący	miara zmiany	zmiana narastająca do 28.06.2024 r.						stopa zwrotu - w latach kalendarzowych		
				1 M	3 M	6 M	12 M	5 Y	10 Y	2023	2022	2021
WALUTY												
euro	dolar	1,07	%	-1,24	-0,70	-2,95	-1,80	-5,80	-21,76	3,12	-5,85	-6,93
dolar	jen	160,88	%	2,27	6,28	14,07	11,48	49,17	58,77	7,57	13,94	11,46
euro	złoty	4,31	%	0,90	0,12	-0,71	-2,72	1,60	3,70	-7,30	2,14	0,58
dolar	złoty	4,02	%	2,17	0,82	2,25	-0,97	7,83	32,50	-10,04	8,42	8,09
frank	złoty	4,48	%	2,61	1,15	-4,25	-1,33	17,13	30,75	-1,15	6,98	4,82
SUROWCE												
ropa (WTI)	baryłka (Nowy Jork)	81,54	%	5,91	-1,96	13,80	15,43	39,46		-10,73	4,25	58,68
miedź	tona (Londyn)	9599,00	%	-4,39	8,26	12,15	15,44	60,17	36,84	2,23	-13,87	25,17
złoto	uncja (Londyn)	2326,75	%	-0,02	4,34	12,79	21,23	65,07	75,30	13,10	-0,28	-3,64
Indeks surowców	Bloomberg Commodity Index (USD)	100,99	%	-1,94	1,51	2,38	-0,48	26,79	-24,98	-12,55	13,75	27,05
Indeks surowców	NYSE Arca Gold Miners (USD)	954,10	%	-3,79	7,97	8,86	14,07	33,69	30,51	8,81	-10,27	-10,87
RYNEK PIENIĘŻNY												
USA	USDLIBOR 3 M	5,59	bps	-1,82	2,64	-0,68	4,08	326,63	535,55	82,57	455,82	-2,93
Euro	EUROLIBOR 3 M	3,71	bps	-7,40	-18,10	-19,80	13,40	405,60	350,40	177,70	270,40	-2,70
Polska	WIBOR 3 M	5,75	bps	0,00	-2,00	-3,00	-105,00	413,00	317,00	-114,00	448,00	233,00
OBLIGACJE												
USA 10 Y	rentowność (yield)	4,40	bps	-10,24	19,58	51,70	55,94	239,10	186,57	0,43	236,47	59,69
Niemcy 10 Y	rentowność (yield)	2,50	bps	-16,40	20,20	47,60	10,80	282,70	125,50	-54,70	274,80	39,20
Polska 10 Y	rentowność (yield)	5,75	bps	4,50	31,00	54,90	-2,50	336,20	230,40	-166,00	319,10	243,60
US IG	ICE BofAML US Corporate Index	3239,27	%	0,61	0,12	0,02	5,02	3,96	26,66	8,39	-15,45	-0,95
EU IG	ICE BofAML Euro Corporate Index	294,80	%	0,73	0,14	0,54	6,42	-4,24	9,98	8,01	-13,95	-1,02
US HY	ICE BofAML US High Yield	1631,33	%	0,93	1,09	2,60	10,41	20,09	51,01	13,44	-11,22	5,36
EUR HY	ICE BofAML Euro High Yield	354,55	%	0,51	1,48	3,12	10,66	12,18	36,73	12,00	-11,48	3,35
AKCJE												
USA – szeroki rynek	S&P 500	5460,48	%	3,47	3,92	14,48	22,70	85,62	178,56	24,23	-19,44	26,89
USA – duże spółki	DJIA	39118,86	%	1,12	-1,73	3,79	13,69	47,06	132,48	13,70	-8,78	18,73
USA – średnie spółki	Russell Mid Cap Value	6004,58	%	-1,60	-3,40	4,54	11,98	50,33	108,09	12,71	-12,03	28,34
USA – małe spółki	Russell 2000 Value	16121,80	%	-1,69	-3,64	-0,85	10,90	40,73	82,94	14,65	-14,48	28,27
Euro – szeroki rynek	STOXX Europe 600	1237,65	%	-1,16	1,13	8,86	13,72	50,17	94,23	15,80	-10,64	24,91
Euro – małe i średnie	STOXX Europe 200 Small	719,88	%	-3,68	-0,34	3,91	10,46	26,46	76,13	12,34	-23,99	22,85
Niemcy	DAX	18235,45	%	-1,42	-1,39	8,86	12,93	47,07	85,45	20,31	-12,35	15,79
Wielka Brytania	FTSE250	20286,03	%	-2,14	2,02	3,03	10,15	4,23	29,02	4,44	-19,71	14,61
Japonia	NIKKEI 225	39583,08	%	2,85	-1,46	18,28	19,27	86,05	161,07	28,24	-9,37	4,91
Emerging Markets	MSCI EM	1086,25	%	3,55	4,41	6,11	9,78	2,98	3,38	7,04	-22,37	-4,59
Region Pacyfiku	MSCI AC Asia Pacific ex Japan	1697,55	%	3,92	6,63	8,63	13,38	23,09	53,38	7,69	-17,19	-2,65
Greater China	45% MSCI China 10/40	1781,59	%	-3,17	4,72	1,90	-5,19	-26,41		-13,13	-23,29	-21,36
Ameryka Łacińska (Lat. Am)	MSCI Emerging Markets Latin Am.	2179,09	%	-6,78	-14,03	-18,17	-10,69	-23,37	-35,34	25,11	-0,07	-13,13
Europa Wsch. + Bliski Wschód	MSCI EM Europe & Mid. East	200,30	%	2,14	-2,74	-0,11	4,48	-27,37	-44,39	6,81	-37,05	19,66
Rosja	RTSI \$	1151,93	%	2,33	2,10	6,32	17,19	-16,56	-15,68	11,63	-39,18	15,01
Węgry	BUX	72094,79	%	6,17	10,26	18,93	42,75	78,99	287,49	38,42	-13,66	20,63
Czechy	PX	1545,91	%	-0,49	2,03	9,33	21,23	48,40	53,18	17,67	-15,73	38,84
Brazylia	BOVESPA	123906,55	%	1,48	-3,28	-7,66	4,93	22,72	133,05	22,28	4,69	-11,93
Indie	S&P BSE SENSEX	79032,73	%	6,86	7,31	9,40	22,12	100,62	210,98	18,74	4,44	21,99
Chiny	SHCOMP	2967,40	%	-3,87	-1,44	-0,25	-7,33	-0,39	44,87	-3,70	-15,13	4,80
Polska – szeroki rynek	WIG	88613,67	%	2,66	7,09	12,94	31,70	47,23	70,62	36,54	-17,08	21,52
Polska – duże spółki	WIG20	2561,27	%	3,05	5,14	9,32	24,31	10,04	6,33	30,75	-20,95	14,26
Polska – średnie spółki	mWIG40	6517,71	%	-0,52	3,02	12,66	34,33	59,65	89,14	39,26	-21,49	33,07
Polska – małe spółki	sWIG80	25278,60	%	2,53	4,21	10,37	16,48	113,84	97,82	30,91	-12,76	24,60

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 28.06.2024 r.

Prognozy makroekonomiczne

WZROST PKB (%)			INFLACJA (%)			KURSY WALUTOWE (4 kw.)		
	2024	2025		2024	2025		2024	2025
Polska	2,9	3,5	Polska	3,7	4,2	USDPLN	3,97	3,98
Stany Zjednoczone	2,3	1,8	Stany Zjednoczone	3,1	2,4	EURPLN	4,30	4,30
Strefa Euro	0,7	1,4	Strefa Euro	2,4	2,1	CHFPLN	4,39	4,26
Chiny	4,5	4,3	Chiny	0,6	1,5	GBPPLN	5,06	5,00
Kraje rozwijające się	4,3	4,3	Kraje rozwijające się	6,9	3,9			
Kraje rozwinięte	1,6	1,7	Kraje rozwinięte	3,8	2,8			

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 09.07.2024 r.

Słowniczek

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

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

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

Inflacja bazowa – miara wzrostu cen prezentująca kształtowanie się inflacji po wyłączeniu zmian uznawanych za pozostające poza oddziaływaniem polityki pieniężnej. Najpopularniejsze wyłączenie obejmuje ceny żywności i energii.

Inflacja CPI (z angielskiego: *Consumer Price Index*) – to najpopularniejszy wskaźnik inflacji i deflacji – pokazujący zmiany cen towarów i usług konsumpcyjnych, obliczany na podstawie średniej ważonej cen towarów i usług nabywanych przez przeciętne gospodarstwo domowe.

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

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

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

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

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

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

Presja inflacyjna – sytuacja w gospodarce danego kraju, w którym bardziej prawdopodobny jest wzrost inflacji niż jej obniżenie. Może one wynikać np. z wzrostu płac lub produktów. Często jej mechanizm w warunkach ożywienia gospodarczego jest interpretowany poprzez wzrost optymizmu konsumentów związany z owym ożywieniem gospodarczym i oczekiwanym wzrostem dochodów gospodarstw domowych. To powoduje zwiększenie popytu konsumpcyjnego (ludzie więcej kupują), umożliwiając podwyższenie cen produktów finalnych przez przedsiębiorstwa bez obaw o zmniejszenie popytu na te produkty (skoro jest tak wielu chętnych to jeśli będzie drożej i tak uda nam się sprzedać ile zamierzamy, nawet jeśli część z klientów zrezygnuje).

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

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

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

Wskaźnik cena/zysk (z angielskiego: P/E) – jeden z najpopularniejszych wskaźników oceny atrakcyjności akcji spółki. Oblicza się go dzieląc cenę rynkową jednej akcji przez zysk netto przypadający na jedną akcję.

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

Źródło: Bloomberg, rating S&P

Informacja prawna

Źródło danych: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, o ile nie wskazano inaczej.

Inwestycja dotyczy nabycia jednostek uczestnictwa funduszu/subfunduszu, a nie aktywów, w które inwestuje fundusz/subfundusz, gdyż te są własnością funduszu/subfunduszu. Niniejszy materiał nie stanowi oferty w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny, jak również usługi doradztwa inwestycyjnego oraz udzielania rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych lub ich emitentów w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi ani usługi doradztwa prawnego i podatkowego.

Treści zawarte w materiale nie spełniają definicji badań inwestycyjnych, o których mowa w art. 36 ust. 1 pkt a) i b) rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Materiału nie należy traktować jako informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną i rekomendacji inwestycyjnej opisanych w art. 3 ust. 1 pkt 34) i 35) rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 roku w sprawie nadużyć na rynku.

W materiale wykorzystano źródła informacji, które Pekao TFI S.A. analizując z najwyższą starannością, uważa za rzetelne i wiarygodne. Nie istnieje jednak gwarancja, iż są one w pełni wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Jeżeli w materiale zawarte są hiperłącza do serwisów internetowych niebędących własnością Pekao TFI S.A, Pekao TFI S.A. nie ponosi odpowiedzialności za zawartość oraz dostępność tych serwisów internetowych. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym materiale, wyrażają wyłącznie opinię ich autora. Powielanie, publikowanie bądź rozpowszechnianie w jakikolwiek inny sposób całości lub części materiału bez zgody Pekao TFI S.A. jest zabronione.

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

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

Pełna lista funduszy/subfunduszy zarządzanych przez Pekao TFI S.A. oraz lista prowadzących dystrybucję dostępna jest na www.pekaotfi.pl.

Pekao Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, 01-066 Warszawa, ul. Żubra 1, 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: 28.06.2024 r.



Pekao TFI

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych



DOŚWIADCZENIE JEST WARTOŚCIĄ

od 1992 dla Ciebie

Od ponad 30 lat **budujemy zaufanie** do rynku funduszy inwestycyjnych i nieprzerwanie **wspieramy klientów** w decyzjach inwestycyjnych. Nasza aktywność eksperta rynku finansowego była **wielokrotnie wyróżniana**, czego dowodem jest **ponad 70 nagród**, będących wyrazem uznania klientów i niezależnych agencji.





Pekao Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

ul. Żubra 1
01-066 Warszawa

Centrum Obsługi Klienta

801 641 641

+48 (22) 640 40 40*

www.pekaotfi.pl

opłata wg cennika operatora

* dla dzwoniących z zagranicy oraz telefonów komórkowych