



Wyniki i perspektywy funduszy TFI PZU

Komentarz TFI PZU z 30.11.2022 r.

Wielomiesięczne spadki na rynkach finansowych dały się we znaki inwestorom na całym świecie. O ile w przypadku akcji wysoka zmienność jest czymś naturalnym, o tyle takiej skali spadków na rynku obligacji jak w latach 2021-2022 nie obserwowaliśmy od ponad 70 lat. Ostatnim razem taka przecena papierów dłużnych miała miejsce na początku lat pięćdziesiątych minionego stulecia.

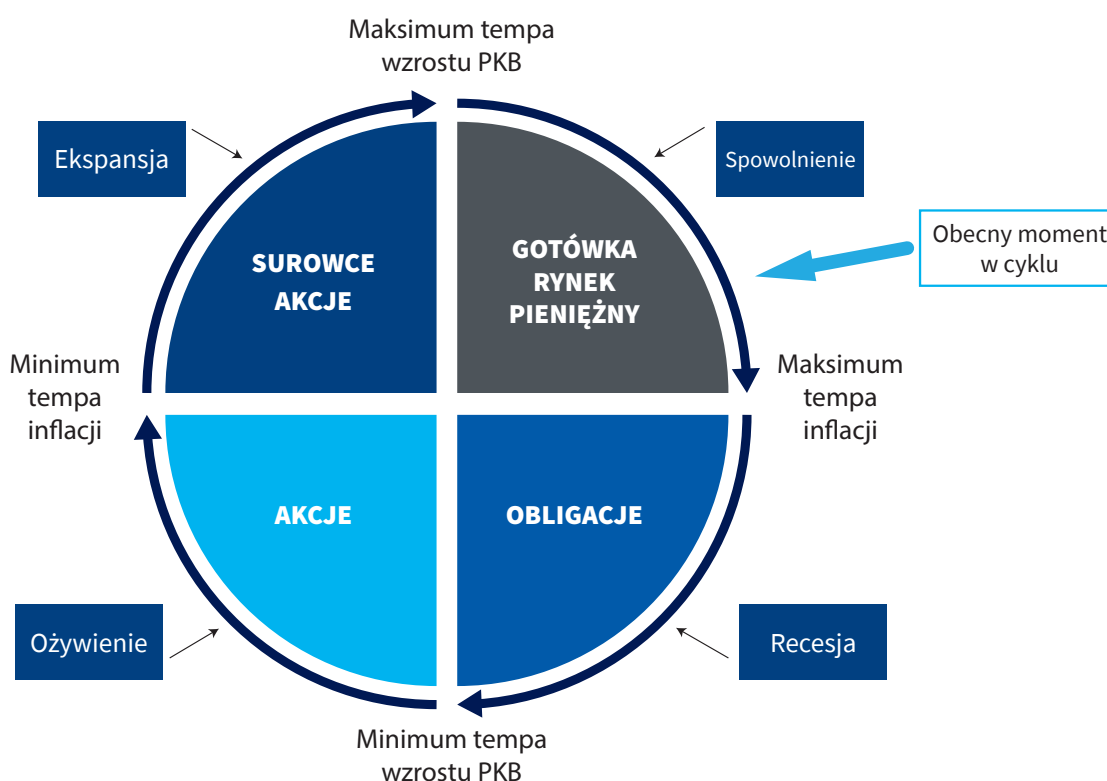
- Jak interpretować wyniki funduszy akcyjnych i obligacyjnych (w tym PZU Obligacji Krótkoterminowych i PZU Papierów Dłużnych POLONEZ) z ostatnich kilkunastu miesięcy?
- W jakim punkcie cyklu koniunkturalnego obecnie się znajdujemy?
- Jakie są perspektywy dla akcji i obligacji?

Rynki finansowe poruszają się w cyklach, które można przyrównać do pór roku. Ożywienie (wiosna) to czas, gdy gospodarka, a wraz z nią rynki finansowe, budzi się do życia po zimowym letargu, czyli osiągnięciu minimum wzrostu

PKB. Następnie przychodzi ekspansja (lato) – czas apogeum wzrostów, gdy giełdowe indeksy biją kolejne szczyty.

W przypadku ostatniej, wieloletniej hossy dobre nastroje na rynkach akcji trwały w praktyce aż do wybuchu wojny w Ukrainie. Co prawda wybuch pandemii COVID-19 w pierwszej części 2020 r. wywołał epizod paniki i spadki na giełdach, ale gdy inwestorzy otrząsnęli się z pierwszego szoku, giełdowe indeksy powróciły do wzrostów. Obligacjom pandemia nie zaszkodziła – wręcz pomogła. Dopiero otwarcie gospodarek w drugiej połowie 2021 r. (choć dobre dla akcji) zaczęło tworzyć negatywne środowisko dla tej klasy aktywów.

W tamtym czasie – na fali odbudowującego się po okresie przymusowego przestoju popytu – zaczęły rosnąć ceny paliw czy żywności. Czarę goryczy przelała wojna. Zastała ona świat w momencie, gdy ten nie zdążył się otrząsnąć z wydarzeń ostatnich kwartałów i spotęgowała wzrosty cen, w tym surowców energetycznych.



Walka z dwucyfrową inflacją uderzyła w obligacje

W 2022 r. inflacja w Polsce – ale także w wielu miejscach na świecie – osiągnęła nieobserwowane od lat dwucyfrowe wartości. W tej sytuacji do działania wkroczyły banki centralne. W ramach walki z drożącymi w oczach towarami i usługami instytucje te zaczęły podnosić stopy procentowe. Obecnie znajdujemy się w okresie najsilniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej w ostatnich kilkudziesięciu latach.

W takim otoczeniu **w ciągu kilku kwartałów rentowności obligacji emitowanych przez Skarb Państwa wzrosły kilkukrotnie**. Inwestorzy, którzy w drugim półroczu 2022 r. decydowali się pożyczyć polskiemu rządowi pieniądze na 10 lat, oczekiwali odsetek w wysokości nawet ponad 8%, podczas gdy jeszcze niedawno, w czasach dobrej koniunktury na rynku, godzili się na ok. 2%.

Rentowność 10-letnich polskich obligacji skarbowych (w %)



Źródło: Opracowanie własne TFI PZU, dane: Bloomberg (na 30.11.2022).

Taka sytuacja na rynku wywołała przecenę (spadek wartości) funduszy obligacyjnych zarządzanych przez TFI PZU – w tym PZU Papierów Dłużnych POLONEZ i PZU Obligacji Krótkoterminowych. **Straty zanotowały jednak wszystkie fundusze dłużne działające na rynku.**

pozytywnym sygnałem – pomimo kontynuacji trendu spadkowego – było zachowanie obligacji w końcu października br. Wówczas ponownie pojawił się strach o skalę podwyżek stóp procentowych w Polsce, co zaszkodziło funduszom obligacji. Co jednak jest ważniejsze – październikowy strach o skalę podwyżek stóp procentowych był zauważalnie mniejszy niż w czerwcu 2022 r., a skala powtórnej przeceny na rynku obligacji krótkoterminowych (w tym funduszu PZU Obligacji Krótkoterminowych) nie osiągnęła dotyka z tamtego okresu.

Nieco inaczej sytuacja wyglądała na szerokim rynku obligacji, gdzie negatywne perspektywy budżetowe Polski spowodowały wzrost rentowności powyżej czerwcowych szczytów. Strach ten spowodował, że w październiku PZU Papierów Dłużnych Polonez minimalnie przebił dotki z połowy tego roku

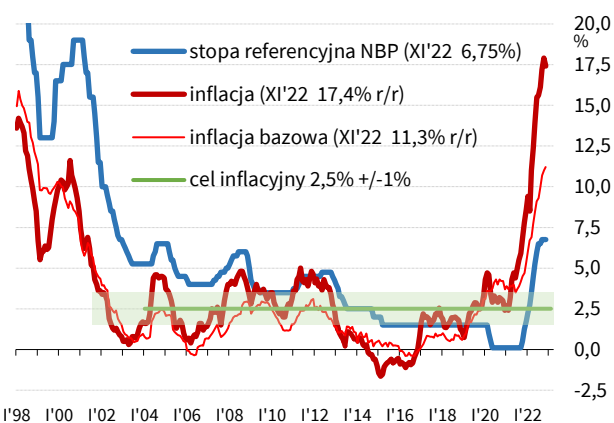
Gospodarka zmierza w stronę recesji – to tradycyjnie dobry czas dla obligacji

Wracając do „cyklu pór roku” w koniunkturze, obecnie zmierzamy w stronę gospodarczej recesji, czyli zimy. A jak pokazuje historia, spowolnienie gospodarcze (mierzone wskaźnikiem PKB) oraz przekroczenie szczytu inflacji (momentu, gdy ceny zaczynają spadać) na rynkach stwarza idealne środowisko do inwestowania w obligacje. Globalne odczyty tych dwóch parametrów sugerują, że **na zegarze rynkowej koniunktury jesteśmy coraz bliżej godziny trzeciej, tj. w przededniu wejścia w sprzyjający czas dla obligacji.**

Wspomnianego punktu jeszcze nie osiągnęliśmy, bo światowe gospodarki zwalniają i mają zwalniać aż do I półrocza 2023 r. Z kolei inflacja wciąż nie powiedziała ostatniego słowa, ale coraz wyraźniej pojawiają się sygnały o malejącej presji na wzrost cen towarów i usług. Wskazują na to m.in. recesyjne odczyty wskaźników wyprzedzających koniunktury, słabnąca konsumpcja (wywołana wzrostami cen i podwyższaniem przez banki centralne kosztu pieniądza), a także spadające ceny surowców, ropy naftowej czy kosztów transportu.

Podobną sytuację obserwujemy także w Polsce, gdzie rośnie prawdopodobieństwo spadku PKB w I kwartale 2023 r. Nie chcąc szkodzić wzrostowi gospodarczemu, Rada Polityki Pieniężnej w październiku zrobiła przystanek w cyklu podwyżek stóp procentowych (na koniec listopada główna stopa NBP wynosiła 6,75%).

Główna stopa procentowa NBP na tle inflacji



Źródło: Opracowanie własne TFI PZU, dane: NBP, GUS, szacunki własne.

Choć Rada oficjalnie nie ogłosiła końca cyklu, to widoczna jest jej duża niechęć do dalszego zacieśnienia polityki monetarnej. Taką narrację zaczęli wyceniać uczestnicy rynku.

Fundusze obligacji krótko- i długoterminowych – co dalej?

Wobec sytuacji jest coraz mniejsze prawdopodobieństwo, że w okresach miesięcznych na funduszu **PZU Obligacji Krótkoterminowych** zobaczymy zero lub minus. Nawet mimo zmienności rynku. Już w listopadzie – m.in. na fali sprzyjających informacji z USA – fundusz zaczął odrabiać przecenę z ostatnich 18 miesięcy (licząc na koniec października br.). W naszym bazowym scenariuszu zostanie ona odrobiona do końca I półrocza 2023.

W przypadku funduszu **PZU Papierów Dłużnych POLONEZ** konieczne jest dojsię zegara koniunktury do godziny trzeciej – a zatem osiągnięcie szczytu inflacji. Do tego czasu wciąż należy się liczyć z podwyższoną zmiennością na funduszu, czyli przeplataniem się pozytywnych i negatywnych stóp zwrotu w okresach miesięcznych (choć w listopadzie fundusz dynamicznie odrabiał straty). Strategicznie środowisko dla obligacji powinno się poprawić w momencie, gdy osiągniemy inflacyjny przełom – czego w Polsce spodziewamy się w lutym 2023 r.

Od tego momentu PZU Papierów Dłużnych POLONEZ powinien zacząć systematycznie notować pozytywne wyniki i odrabiać historyczne straty. W przypadku tego funduszu skala strat była jednak zdecydowanie większa niż w PZU Obligacji Krótkoterminowych, dlatego odrabianie spadków z ostatnich 18 miesięcy (w naszym bazowym scenariuszu) może zająć nawet blisko dwa lata. Choć nie wykluczamy – jeśli pozwolą na to światowa koniunktura oraz perspektywy polskiego budżetu – że straty uda się odrobić wcześniej, nawet do końca 2023 r.

Atrakcyjność obligacji na tle alternatywnych lokat

W tym miejscu warto się zatrzymać i zwrócić uwagę na atrakcyjność (zyskowność) obligacji. Portfele funduszy PZU Papierów Dłużnych POLONEZ i PZU Obligacji Krótkoterminowych, dzięki inwestycjom w skarbowe i korporacyjne obligacje zagraniczne (a w przypadku tego drugiego funduszu również obligacje polskich przedsiębiorstw o wysokiej jakości kredytowej), osiągały na koniec listopada br. rentowność w okolicach 10%.

Tymczasem detaliczne obligacje Skarbu Państwa oferują obecnie od 6,75-6,85% do 7-7,25% w przypadku obligacji inflacyjnych, a lokaty w banku do ok. 8%.

To dodatkowo przemawia za funduszami TFI PZU w porównaniu z alternatywnymi formami lokowania kapitału. Chociaż inwestowanie z zasady wiąże się z ryzykiem i w przypadku rynkowych perturbacji trzeba liczyć się ze stratami. Coś za coś.

Akcje mogą powrócić do wzrostów już w 2023 r.

Na rynkach akcji rok 2021 r. upłynął pod znakiem wzrostów. WIG, główny indeks warszawskiej giełdy, wzrósł o ponad 21,5%. W optymistycznych nastrojach weszliśmy także w 2022 r. Szyki inwestorom popsęły wybuch wojny oraz niepokojące sygnały z gospodarki, które mogą wpływać na kondycję i zyski spółek.

Wobec bliskości ogarniętej wojną Ukrainy i dużego udziału spółek cyklicznych (zależnych od koniunktury gospodarczej) w strukturze naszych indeksów akcyjnych, zagraniczni inwestorzy masowo ewakuowali się z Polski. W rezultacie w tym roku warszawska giełda zyskała niechlubne miano jednej z najgorszych na świecie.

Jest też druga strona medalu. **Wielomiesięczna ucieczka zagranicznego kapitału z Polski sprowadziła wyceny rodzimych spółek do bardzo niskich, atrakcyjnych poziomów.** Prognozowany wskaźnik C/Z (cena do zysku) dla indeksu WIG na najbliższe 12 miesięcy wyniósł na koniec października 2022 r. roku ok. 6. To poziom z czasu kryzysu finansowego z 2008 r., około dwukrotnie niższy od średniej historycznej wartości w okolicach 12 (licząc od początku 2007 r.). Zostało to dostrzeżone i w ostatnim kwartale br. nad Wisłę zaczęli powracać inwestorzy zagraniczni. Nawet po ostatnim październikowo-listopadowym rajdzie WIG-u wskaźnik ten wciąż prezentuje się atrakcyjnie.

Wskaźnik C/Z dla indeksu WIG na podstawie wyników prognozowanych na kolejne 12 miesięcy (od początku 2007 r.)



Źródło: Opracowanie własne TFI PZU, dane: Bloomberg, na 31.10.2022

W efekcie obaw o mocne spowolnienie, a nawet recesję w globalnej gospodarce w 2022 r., mocnej przecenie uległy także indeksy giełdowe w USA i Europie. Skala spadków była na tyle duża, że recesyjny scenariusz został już w dużej części uwzględniony w wycenach spółek. Dla przykładu S&P 500, główny indeks amerykańskiej giełdy, w trakcie recesyjnych lat zwykle notował spadki średnio o 30%, a bessy trwała około 13 miesięcy.

Czy to już koniec spadków?

Po burzy, która przetoczyła się w tym roku przez światowe giełdy, zbliżyliśmy się do dołka. Jednakże nie na wszystkich rynkach dno bessy zostanie osiągnięte w tym samym momencie – analogicznie jak w latach 2008-2009, kiedy część giełd zaczęła odbijać już jesienią 2008 r., a inne, jak np. USA, dołek zanotowały dopiero w marcu 2009 r. Niewykluczone natomiast, że niektóre rynki, sektory, segmenty czy spółki dołek bessy mają już za sobą. To sprawia, że do akcji podchodzimy w sposób zachowawczy i zwracamy uwagę na selekcję.

Nasze ostrożne podejście do akcji – pomimo atrakcyjnych już wycen i dostrzeganych szans – wynika z faktu, że **o ile dotąd przecena na giełdach wynikała głównie z inflacji i ruchów banków centralnych, to pretekstem do kontynuacji spadków może być pogorszenie się wyników spółek**. O ile w wynikach za III kwartał br. nie było to jeszcze bardzo widoczne, to wiele spółek raportuje różne problemy związane zarówno z działalnością operacyjną, jak i rosnącymi kosztami.

Oprócz tego bierzemy pod uwagę wachlarz ryzyk, które mogą się jeszcze zmaterializować. Zaliczamy do nich przede wszystkim utrzymującą się inflację (albo wręcz jej możliwe wymknięcie się spod kontroli) przy niskim wzroście gospodarczym (albo wręcz recesji), zbyt duże podwyżki stóp procentowych mogące uderzyć zarówno w kondycję finansową firm, jak i konsumentów, a także dostępność i ceny surowców energetycznych w Europie – zwłaszcza gazu. Wciąż nie wygasło także ryzyko geopolityczne – zakończenie konfliktu ukraińsko-rosyjskiego z pewnością przyniosłoby inwestorom na całym świecie dużą ulgę.

Wobec powyższego jeszcze w pierwszej połowie 2023 r. liczymy się z możliwą kontynuacją spadków na światowych giełdach, a także na warszawskim parkiecie. Drugie półrocze powinno przynieść już wyczekiwaną odwilż i odwrócenie trendu spadkowego. W międzyczasie będziemy poszukiwali najatrakcyjniejszych w danej chwili rynków – także poza Polską, zwłaszcza na rynkach rozwiniętych i konkretnych

spółek w poszczególnych sektorach. Obecnie stawiamy przede wszystkim na spółki defensywne (które lepiej sobie radzą w czasach spowolnienia gospodarki), w tym z segmentu dóbr podstawowych, ochrony zdrowia oraz spółki informatyczne mogące korzystać na trendzie digitalizacji, który silnie się rozwija od czasów wybuchu pandemii.

W czasie bessy cierpliwość najlepszym doradcą

Stara inwestycyjna reguła brzmi: „Kupuj na dołku, sprzedawaj na górze”. W praktyce bardzo trudno jest je zidentyfikować. Nauka wynikająca z tego powiedzenia jest jednak inna – nie warto wycofywać się z inwestycji po okresie dużych strat, nawet jeśli taki ruch pozornie wydaje się racjonalny. Psychologia inwestowania wraz z wieloletnimi obserwacjami zachowania rynków finansowych podpowiadają, że w takich momentach lepiej zachować zimną krew. Zwłaszcza jeśli mamy długoterminową perspektywę i regularnie odkładamy mniejsze kwoty.

Dopóki nie zrealizujemy straty, to jest ona tylko „wirtualna”. Stanowi tylko zapis w tabeli notowań. Co więcej, okresy spadków można potraktować jako szansę na tańsze zakupy po korzystniejszych cenach. Inwestując regularnie, co miesiąc, za tę samą kwotę możemy kupić więcej jednostek uczestnictwa. Dzięki temu uśredniamy cenę, co pozwoli szybciej odrabiać okresy spadkowe w momencie odwrócenia trendu i powrotu hossy.

OPIS RYZYKA

Korzyściom wynikającym z inwestowania środków w jednostki uczestnictwa Subfunduszu towarzyszą również ryzyka, w tym ryzyko nieosiągnięcia oczekiwanego zwrotu z inwestycji, ryzyko wystąpienia okoliczności, na które uczestnik Funduszu nie ma wpływu, np. likwidacja Funduszu (subfunduszu), a także ryzyko inflacji (w tym ryzyko wyższej inflacji będące konsekwencją m.in. rosyjskiej agresji na Ukrainę), ryzyko związane ze zmianami regulacji prawnych oraz ryzyko operacyjne. Wśród ryzyk związanych z inwestowaniem należy zwrócić szczególną uwagę na ryzyka dotyczące polityki inwestycyjnej, w tym ryzyko rynkowe, ryzyko kredytowe (w tym ryzyko rozliczenia), ryzyko związane z zawieraniem kontraktów pochodnych, ryzyko koncentracji oraz ryzyko utraty płynności (w tym ryzyko zwiększonego zapotrzebowania na płynność, zarówno po stronie emitentów papierów wartościowych, jak i uczestników Funduszu, w związku z wpływem rosyjskiej agresji na Ukrainę na rynki finansowe).

Aby prawidłowo ocenić ryzyka wynikające z inwestowania środków w jednostki uczestnictwa Subfunduszu, prosimy o zapoznanie się z polityką inwestycyjną, opisem ryzyk oraz opisem profilu inwestora, zawartymi w prospekcie informacyjnym Funduszu lub Kluczowych Informacjach dla Inwestorów (KII). W szczególności prosimy o zapoznanie się z rekomendacjami dotyczącymi minimalnego okresu inwestycji oraz profilem ryzyka i zysku zawartym w dokumencie KII. Dokumenty te są dostępne w języku polskim na www.pzu.pl w zakładce poświęconej PZU FIO Parasolowemu.

NOTA PRAWNA

Jest to informacja reklamowa. Przed podjęciem ostatecznych decyzji inwestycyjnych należy zapoznać się z prospektem informacyjnym oraz kluczowymi informacjami dla inwestorów (KII).

Inwestycje w fundusze inwestycyjne są obarczone ryzykiem inwestycyjnym. PZU FIO Parasolowy ani TFI PZU SA nie gwarantują, że zrealizujesz założony cel inwestycyjny lub uzyskasz określony wynik inwestycyjny. Należy liczyć się z możliwością utraty wpłaconych środków. Wyniki inwestycyjne, które Fundusz osiągnął w przeszłości, nie są gwarancją ani obietnicą, że Fundusz osiągnie określone wyniki w przyszłości.

Informacje o Funduszu oraz szczegółowy opis czynników ryzyka znajdziesz w prospekcie informacyjnym na pzu.pl. KII dostępne są w miejscach zbywania i odkupywania jednostek uczestnictwa i na pzu.pl. Prospekt i KII są w języku polskim.

Subfundusze są zarządzane aktywnie.

Dane podane w materiale nie stanowią oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego, jak również usługi doradztwa inwestycyjnego oraz udzielania rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych lub ich emitentów w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, a także nie są formą świadczenia doradztwa podatkowego, ani pomocy prawnej. Nie mogą stanowić wystarczającej podstawy do podjęcia decyzji inwestycyjnych.

Wartość aktywów netto Subfunduszu (a tym samym wartość jednostki uczestnictwa) może cechować się dużą zmiennością, ze względu na skład portfela inwestycyjnego i stosowane techniki zarządzania.

Subfundusz może lokować powyżej 35% wartości aktywów w papiery wartościowe emitowane, poręczane lub gwarantowane przez Skarb Państwa, Narodowy Bank Polski, jednostki samorządu terytorialnego, państwa członkowskie Unii Europejskiej, jednostki samorządu terytorialnego państw członkowskich Unii Europejskiej, państwa należące do OECD lub międzynarodową instytucję finansową, której członkiem jest Rzeczpospolita Polska lub co najmniej jedno z państw członkowskich Unii Europejskiej.

Wszelkie informacje zawarte w niniejszym materiale pochodzą ze źródeł własnych TFI PZU SA lub źródeł zewnętrznych uznanych przez TFI PZU SA za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. TFI PZU SA nie może zagwarantować poprawności i kompletności informacji zawartych w niniejszym materiale i nie ponosi żadnej odpowiedzialności za szkody powstałe w wyniku jego wykorzystania niezgodnie z jej przeznaczeniem. TFI PZU SA nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne osób, które zapoznały się z niniejszym materiałem. Wszelkie opinie i oceny wyrażane w niniejszym materiale są opiniami i ocenami TFI PZU SA lub jej doradców będącymi wyrazem ich najlepszej wiedzy popartej informacjami z kompetentnych rynkowych źródeł, obowiązującymi w chwili jej sporządzenia. Mogą one podlegać zmianie w każdym momencie, bez uprzedniego powiadomienia. TFI PZU SA zastrzega, że dane zamieszczone w niniejszym materiale mogą być nieaktualne, dlatego w przypadku zamiaru podjęcia decyzji inwestycyjnych zalecamy kontakt z TFI PZU SA, celem uzyskania aktualnych informacji.

Prezentowane wyniki oparte są na historycznych danych dotyczących wyceny wartości aktywów netto na jednostkę uczestnictwa i nie stanowią obietnicy na przyszłość. Indywidualna stopa zwrotu uczestnika z inwestycji jest uzależniona od wartości jednostki uczestnictwa w momencie jej zbycia i odkupienia przez fundusz, oraz wysokości opłat manipulacyjnych i podatków bezpośrednio obciążających dochód z inwestycji w fundusz, w szczególności podatku od dochodów kapitałowych. Tabela opłat dostępna jest na stronie pzu.pl oraz w miejscach zbywania i odkupywania jednostek uczestnictwa.

Wskazywane w materiałach wartości mają walor historyczny i nie stanowią podstawy do przewidywania i szacunków przyszłych wartości oraz nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości, a inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykiem wynikającym z wahań cen na rynkach, zmian wysokości stóp procentowych, kursów walut itp.

Prawa autorskie do niniejszego materiału przysługują TFI PZU SA z siedzibą w Warszawie. Żadna z części tego materiału nie może być kopiowana lub przekazywana nieupoważnionym osobom. Materiał ten nie może być odtwarzany lub przetrzymywany w jakimkolwiek systemie odtwórczym: elektronicznym, magnetycznym lub innym. Wykorzystywanie jej przez osoby nieupoważnione lub działające niezgodnie z powyższymi zastrzeżeniami bez pisemnej zgody Towarzystwa lub w inny sposób naruszający przepisy prawa autorskiego może być powodem wystąpienia z odpowiednimi roszczeniami.

Jeżeli w treści niniejszego materiału nie wskazano inaczej, źródłem danych są obliczenia własne TFI PZU SA.

TFI PZU SA podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych PZU Spółka Akcyjna, Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy XIII Wydział Gospodarczy KRS, KRS: 0000019102, NIP 527-22-027, kapitał zakładowy: 15 013 000 zł wpłacony w całości, Rondo Ignacego Daszyńskiego 4, 00-843 Warszawa, pzu.pl