

INFORMACJA
REKLAMOWA



Na wojnie z inflacją

Scenariusze rynkowe
TFI PZU na 2023 rok



Podsumowanie

W 2023 roku w Polsce i na świecie oczekujemy spadku inflacji. W połączeniu z nadciągającym spowolnieniem gospodarczym to oznacza, że zapala się zielone światło dla obligacji. Na horyzoncie widać także koniec bessy na rynku akcji, ale jeszcze w najbliższych miesiącach negatywny wpływ na zachowanie się giełdowych indeksów mogą mieć spadające zyski spółek.

Rok 2022 na świecie upłynął pod znakiem szalejącej inflacji – tak szybkiego wzrostu cen nie notowaliśmy od lat. Presja inflacyjna spada, ale banki centralne pozostają w pełnej gotowości. Największe z nich, jak amerykański Fed i Europejski Bank Centralny, jeszcze w 2023 r. najprawdopodobniej będą kontynuowały podwyżki stóp procentowych. Przy czym ich skala i tempo mają być niższe niż do tej pory.

Bieżące prognozy wskazują też na nadciągające w skali globalnej spowolnienie koniunktury gospodarczej. W 2023 r. dynamika PKB na świecie ma pozostać dodatnia, choć relatywnie niska. Równocześnie nad niektórymi gospodarkami wisi widmo recesji.

Rynki finansowe poruszają się w cyklach. Głębokość spowolnienia gospodarczego oraz tempo przechodzenia inflacji do defensywy zdeterminują atrakcyjność różnych rodzajów inwestycji. Na rynkach będzie nam towarzyszyła zmienność, która przetoży się na zachowanie akcji, obligacji i surowców, a także może zmuszać do aktywnego zarządzania funduszami czy portfelami. W tym kontekście ważne będzie inwestowanie w płynne aktywa. Co nie zmienia faktu, że w otoczeniu spowolnienia gospodarczego zwykle najlepiej radziły sobie obligacje.

W całym roku oczekujemy także dodatnich stóp zwrotu z akcji, chociaż – ze względu na oczekiwane pogorszenie się zysków spółek w wyniku spowolnienia gospodarczego – w nadchodzących miesiącach możemy jeszcze obserwować bardzo dużą zmienność.

Pozytywny, trwalszy ruch na giełdach możemy zobaczyć w momencie zbliżania się do końca recesji, kiedy inwestorzy zaczną poszukiwać spółek i sektorów mogących być wygranymi kolejnej hossy.

Zielone światło dla obligacji powoli się zapala

Poziomy rentowności obligacji są już na tyle atrakcyjne, że w 2023 r. w bazowym scenariuszu spodziewamy się wysokich jednocyfrowych zysków z tej klasy aktywów. Dość prawdopodobny jest też scenariusz dwucyfrowych stóp zwrotu z funduszy obligacyjnych – choć przy dużej zmienności.

W podstawowym scenariuszu zakładamy, że w 2023 r. fundusze obligacji zarobią od 7,5 do 9,0%. W stosunku do scenariusza bazowego, i wysokich jednocyfrowych wyników, niewiele więcej musiałoby się wydarzyć, żeby fundusze dłużne wypracowały dwucyfrowe stopy zwrotu.

W przypadku funduszy krótkoterminowych po pierwsze obligacje zmienno kuponowe (WZ) – obecnie handlowane na rynku z dużym dyskontem – musiałoby nieco się umocnić. Wystarczyłoby zawężenie ich spreadu w stosunku do stawki WIBOR o ok. 40 pb. Po drugie, do końca roku powinniśmy zobaczyć spadek rentowności polskich obligacji

statokuponowych na całej długości krzywej (tj. zarówno papierów 2-letnich, jak i 10-letnich) o około 50 pb. Przy obecnej zmienności taki ruch nie byłby niczym nadzwyczajnym.

W przypadku funduszy obligacji polskich długoterminowych – oferujących wyższy potencjał, ale i charakteryzującym się wyższym ryzykiem – niezbędne może być także nieznaczne zawężenie spreadów obligacji rynków wschodzących (emerging markets) w stosunku do tzw. rynków bazowych. Przykładowo chodzi o to, aby w ciągu roku zmniejszyła się różnica pomiędzy rentownościami w tych krajach w stosunku do amerykańskich czy niemieckich obligacji skarbowych.

Koniec giełdowej bessy na horyzoncie, ale zyski firm mogą być pod presją

Uważamy, że bessy na rynkach akcji prawdopodobnie zakończy się w 2023 r., W międzyczasie spodziewamy się jednak dużej nerwowości i zmienności. Oczekiwane w tym roku spowolnienie gospodarcze może negatywnie rzutować na wyniki finansowe osiągnięte przez giełdowe spółki, których akcje znajdują się w portfelach funduszy inwestujących w tę klasę aktywów. To o tyle ważne, że zyski albo realna perspektywa ich osiągnięcia w niedalekiej przyszłości, to najważniejsze źródło wzrostów cen akcji spółek.

Kulminacja rewizji prognoz EPS (zysków na akcję) w dół może nastąpić w pierwszym i drugim kwartale 2023 r. – wraz ze spadkiem raportowanych przez spółki zysków. Z tego trendu mają szansę wyłamać się niektóre sektory (np. ochrony zdrowia czy dóbr podstawowych), ale pozostałe raczej nie uciekną „spod noża”, co może negatywnie wpływać na sentyment na rynkach akcji.

Oceniamy, że prawdopodobne spadki na rynkach akcji, które wówczas się pojawią, nie będą tak głębokie jak w czasie poprzedniego krachu z lat 2008-2009. Obok argumentów fundamentalnych warto wspomnieć o tym, że po burzy, która w 2022 r. przetoczyła się przez światowe giełdy, sporo negatywnych informacji jest już w cenach.

Oczywiście poza szansami na horyzoncie widzimy też szereg ryzyk. To sprawia, że nasze nastawienie do rynków akcji określamy jako „neutralne” i zwracamy uwagę na selekcję geograficzną i sektorową. Sytuacja geopolityczna oraz gospodarcza zmusza też do uważnego doboru spółek w ramach poszczególnych sektorów.

Nadchodzące spowolnienie gospodarcze sugeruje lepsze zachowanie spółek value (o ugruntowanej pozycji rynkowej, często regularnie dzielących się dywidendą) i defensywnych w pierwszej połowie 2023 r. W drugiej połowie roku powinno się pojawić bardziej sprzyjające otoczenie dla spółek growth (wzrostowych).

Spis treści



Inwestowanie w duchu ESG może powrócić do łask

Piotr Dmuchowski

Wiceprezes Zarządu TFI PZU, Chief Investment Officer

s. 4



Świat broni się przed recesją – prognozy gospodarcze dla Polski i dla świata

Dawid Pachucki

Główny Ekonomista Grupy PZU

s. 6



Koniec bessy na horyzoncie – prognozy dla akcji

Tomasz Matras

Dyrektor Biura Rynku Akcji

s. 10



Zapala się zielone światło dla obligacji – prognozy dla obligacji

Jarosław Leśniczak

Dyrektor Biura Alokacji i Instrumentów Dłużnych

s. 13

Inwestowanie w duchu ESG może powrócić do łask

O tym, jaki może być 2023 rok na rynkach finansowych, o spodziewanym powrocie zrównoważonego inwestowania, a także naszych działaniach i planach w tym zakresie rozmawiamy z Piotrem Dmuchowskim, Wiceprezesem Zarządu TFI PZU odpowiedzialnym za obszar inwestycji.



Jaki będzie 2023 rok dla naszych inwestycji?

Można zaryzykować stwierdzenie, że nie powinien być gorszy niż miniony. Zwłaszcza że okazał się on najgorszym rokiem dla rynków kapitałowych na przestrzeni ostatnich kilkudziesięciu lat. Pewnych wskazówek co do tego, jak mogą zachować rynki w 2023 roku może dostarczyć analiza cyklu koniunkturalnego, do której w ramach procesu inwestycyjnego przykładamy dużą wagę.

"Wejście w fazę recesyjną ma duże znaczenie dla inflacji, czyli kształtowania się dynamiki wzrostu cen. O ile 2022 rok na świecie był rokiem szczytu inflacji, o tyle w tym roku będziemy już raczej poszukiwać tempa jej spadku".

W jakim momencie cyklu obecnie się znajdujemy?

Według modelu po okresie spowolnienia gospodarczego zaczynamy wchodzić w fazę recesyjną. Nie oznacza to, że wszystkie gospodarki w nią wpadną – wiele z nich ma szansę jej uniknąć, a globalnie prognozowany jest niewielki wzrost PKB. Mimo wszystko recesja będzie jednym z głównych motywów inwestycyjnych tego roku.

Dlaczego recesja będzie ważna dla rynków finansowych?

Wejście w fazę recesyjną ma duże znaczenie dla inflacji, czyli kształtowania się dynamiki wzrostu cen. O ile 2022 roku na świecie był rokiem szczytu inflacji, o tyle w tym roku będziemy już raczej poszukiwać tempa jej spadku. Spodziewamy się, że inflacja na świecie, ale i w Polsce będzie znacząco niższa niż obecnie.

Jak w tym kontekście mogą zachować się rynki finansowe?

Przede wszystkim w dalszym ciągu będzie nam towarzyszyła zmienność, która przełoży się na zachowanie akcji, obligacji i surowców. Co nie zmienia faktu, że w otoczeniu spowolnienia gospodarczego zwykle najlepiej radziły sobie obligacje.

Czy to oznacza zielone światło dla obligacji, które mają za sobą bardzo trudny czas?

Tak, ten rok powinien być więc znacząco lepszy dla rynku obligacji, chociaż tak jak wspominałem, spodziewamy się dużej zmienności. Z perspektywy polskich papierów skarbowych zwróciłbym przede wszystkim uwagę na ich wysoki poziom rentowności, który wpływa na bieżącą rentowność funduszy. Jest on istotnie wyższy niż rok, dwa lata temu. Stanowi on bufor bezpieczeństwa, bo samo trzymanie obligacji w portfelach będzie generowało zyski z odsetek.



A czy preferowane są obligacje krótsze czy dłuższe?

Z uwagi na wiele niewiadomych jeszcze w pierwszej części roku relatywnie bezpieczniejszą opcją mogą okazać się fundusze obligacji krótkoterminowych. Gdy przejdziemy przez szczyt inflacji i osiągniemy dotek spadku PKB, nadejdzie zapewne lepszy czas na to, żeby zainwestować także w obligacje długoterminowe. Natomiast w odniesieniu do obligacji korporacyjnych wciąż widzimy ryzyko rozszerzania się spreadów kredytowych, związane przede wszystkim z dużą skalą potrzeb finansowych firm oraz niepewnością, jak przedsiębiorstwa emitujące obligacje poradzą sobie ze spowolnieniem.

A jak w recesyjnym środowisku poradzą sobie akcje?

W takim otoczeniu naturalnym jest, że zyski firm mogą spadać. Oczywiście można znaleźć sektory czy spółki, które ze spowolnieniem w gospodarce radzą sobie lepiej. Tak naprawdę szukamy jednak momentu, w którym wyceny spółek na giełdach zaczną odzwierciedlać oczekiwane pogorszenie ich wyników finansowych. Wydaje się, że na ten moment prognozy analityków są zbyt optymistyczne. Nie zmienia to jednak faktu, że gdy oczekiwania w zakresie zysków zostaną urealnione, a indeksy giełdowe się do nich dostosują, będziemy mieli pole do odbicia – a nawet zmiany trendu na wzrostowy.

A zatem stopy zwrotu z akcji na koniec tego roku powinny być dodatnie?

Rok 2022 cechował się ekstremalnym nagromadzeniem zdarzeń nieprzewidywalnych, co odcisnęło piętno na wynikach giełdowych indeksów i funduszy akcyjnych. Po tak dużych spadkach rynek akcji należy się jednak odreagowanie – zresztą widoczne zarówno w końcu minionego, jak i na początku tego roku. To nie oznacza, że w tym roku tzw. czarny łabędź ponownie nas nie zaskoczy, ale choćby w przypadku akcji spółek z GPW dużo złych informacji jest już w cenach akcji. I chociaż dopuszczamy jeszcze powrót do spadków – i podobnie jak w przypadku obligacji w ciągu roku możemy mieć okresy silnej zmienności, to w całym roku oczekujemy dodatnich stóp zwrotu. Pozytywny, trwalszy ruch możemy zobaczyć szczególnie w momencie zbliżania się do końca recesji – wraz z rozpoczęciem przez inwestorów poszukiwań spółek i sektorów, które mogą być wygranymi kolejnej hossy.

"Część inwestorów dokonała pewnego przewartościowania i akcent w inwestowaniu może się przenieść na bardziej holistyczne zrównoważone inwestowanie oraz kwestie społeczne".

Czy zatem z wejściem w akcje lepiej poczekać na sygnał, że recesja dobiega końca?

Patrząc czysto teoretycznie, tak. Przestrzegalbym jednak przed próbą łapania tzw. dołków – zwłaszcza przy tak dużej rynkowej zmienności. Rozsądniejsze wydaje się systematyczne inwestowanie i rozkładanie oszczędności na różne klasy aktywów.

"Przestrzegalbym przed próbą łapania tzw. dołków – zwłaszcza przy tak dużej rynkowej zmienności. Rozsądniejsze wydaje się systematyczne inwestowanie i rozkładanie oszczędności na różne klasy aktywów".

Czy poza klasycznymi klasami aktywów na rynku widać jakiś nowy, interesujący z perspektywy inwestorów trend?

Istnieje szansa, że w tym roku inwestorzy powrócą do tematyki ESG, a zatem kwestii środowiskowych, społecznych i ładu korporacyjnego. Miniony rok, ze względu na wybuch wojny w Ukrainie i kryzys energetyczny, nie był dobry dla tego typu strategii. Wydaje się natomiast, że był on punktem zwrotnym, bo część inwestorów dokonała pewnego przewartościowania i akcent w inwestowaniu może się przenieść na bardziej holistyczne zrównoważone inwestowanie oraz kwestie społeczne. Z perspektywy instytucji zarządzającej aktywami, takiej jak TFI PZU, oznacza to zwracanie jeszcze większej niż dotąd uwagi na aspekt zrównoważonego rozwoju spółek. Rozwoju podobnej tendencji spodziewamy się też wśród klientów.

Czy to znaczy, że jako TFI PZU będziemy oceniali emitentów pod kątem zrównoważonego rozwoju?

Zdecydowanie. Dotychczas przeprowadziliśmy już gruntowny przegląd wszystkich naszych portfeli inwestycyjnych pod kątem ryzyk ESG. Mamy własną metodologię, według której oceniamy emitentów przez pryzmat zrównoważonego rozwoju. Chcemy wykorzystać te kompetencje, aby rozwinąć ofertę funduszy uwzględniających te kryteria dla inwestorów, którzy zwracają uwagę na kryteria ESG i chcą uczestniczyć w długoterminowym procesie transformacji spółek w Polsce i na całym świecie. Kolejne fundusze tego typu chcemy zaprezentować jeszcze w tym roku.

Świat broni się przed recesją

Prognozy gospodarcze dla Polski i dla świata

- **Na świecie w 2023 r. oczekujemy niskiego, ale jednak wzrostu gospodarczego (PKB). Niektóre gospodarki mogą otrześć się o recesję.**
- **Globalna presja inflacyjna spada, ale banki centralne pozostają w pełnej gotowości. Największe z nich, jak amerykański Fed i Europejski Bank Centralny, jeszcze przez jakiś czas najprawdopodobniej będą kontynuowały podwyżki stóp procentowych.**
- **Perspektywy polskiej gospodarki prezentują się całkiem niezłe. W 2023 r. unikniemy recesji, choć średnioroczne tempo wzrostu będzie niższe niż w minionym roku.**
- **Po przejściu szczytu inflacji w lutym br. oczekujemy wejścia inflacji w Polsce w trend spadkowy. Na koniec roku może ona spaść w okolice 7%.**

ŚWIAT: INFLACJA

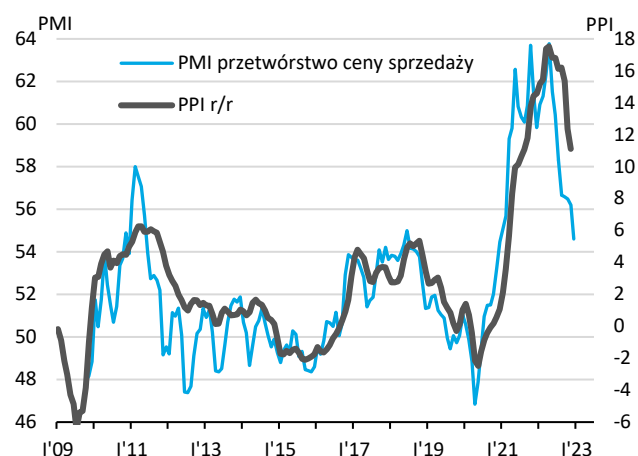
W 2022 r. obserwowaliśmy szalejącą inflację – tak wysokiego tempa wzrostu cen nie notowaliśmy od lat. Jednak już w drugiej połowie minionego roku w największych gospodarkach (przede wszystkim w USA) rozpoczęły się procesy dezinflacyjne, które trwają do dziś.



W Stanach Zjednoczonych szczyt inflacji konsumenckiej (CPI) przypadł na czerwiec 2022 r., kiedy ceny wzrosły o 9,1% w ujęciu rocznym. Jednak już w listopadzie inflacja spadła do 7,1% i oczekujemy kontynuacji tego trendu. Trochę później proces dezinflacyjny rozpoczął się w strefie euro. Tam szczytowy (jak sądzimy) odczyt inflacji na poziomie 10,6% zobaczyliśmy w październiku. W listopadzie inflacja HICP spadła już do 10,1%, w grudniu, według wstępnych danych, było to 9,2%.

Wcześniej niż w cenach detalicznych tendencje dezinflacyjne zaczęły być widoczne w cenach, które producenci otrzymują za dostarczone produkty bezpośrednio, np. od dystrybutorów. Globalny wskaźnik PPI – który wcześniej dynamicznie rósł m.in. na skutek wzrostu cen surowców energetycznych czy frachtu (w niektórych krajach nawet o 40% i więcej) – już w minionym roku zaczął wyraźnie spadać. Ceny wciąż rosną, ale wolniej.

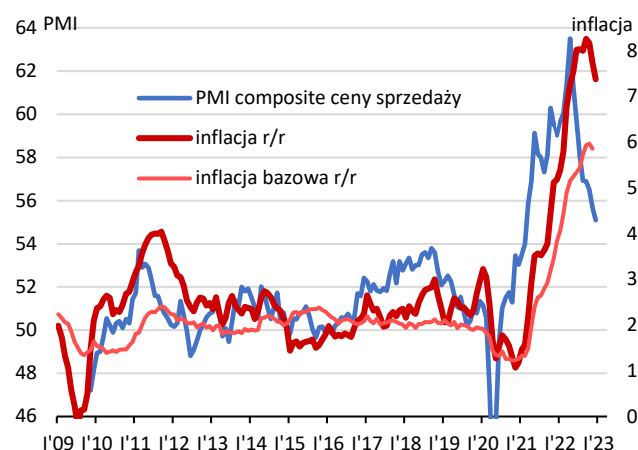
Inflacja cen producentów (PPI na świecie) i oczekiwane ceny sprzedaży w przetwórstwie



Źródło: opracowanie własne TFI PZU; dane: urzędy statystyczne, S&P Global.

To m.in. spadek inflacji cen producentów przyczynił się do odwrócenia trendu inflacji cen konsumenckiej (CPI), ograniczając presję na wzrost cen towarów. Firmy widzą coraz mniejszy wzrost kosztów, ale też i ograniczone możliwości przenoszenia ich na konsumentów. To, przy udrożnieniu kanałów dostaw, przekłada się na decyzje w zakresie kształtowania cen wyrobów gotowych. Tendencje te pozwalają oczekiwać w kolejnych kwartałach dalszego obniżania się inflacji na świecie.

Inflacja na świecie i oczekiwane przez firmy ceny sprzedaży



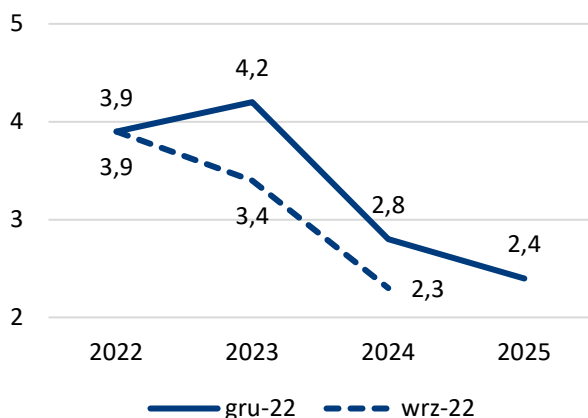
Źródło: opracowanie własne TFI PZU; dane: urzędy statystyczne, S&P Global.

ŚWIAT: BANKI CENTRALNE

Pomimo pozytywnych tendencji, na świecie nie wygraliśmy jeszcze wojny z inflacją. Największe banki centralne, jak amerykański Fed i Europejski Bank Centralny, w 2023 r. będą kontynuowały podwyżki stóp procentowych. Choć ich skala i tempo mają być niższe niż do tej pory.

Jastrzębi ton wspomnianych banków centralnych wynika z ich obaw o utrwalenie się oczekiwań inflacyjnych na wyższych poziomach. Inflacja wciąż jest istotnie wyższa od ich długookresowych celów (w obu przypadkach jest to 2%), a tzw. inflacja bazowa – w największym stopniu uzależniona od bieżącej koniunktury, która nie uwzględnia bezpośrednich skutków spadających ostatnio cen energii – rośnie bądź utrzymuje się na wysokich poziomach.

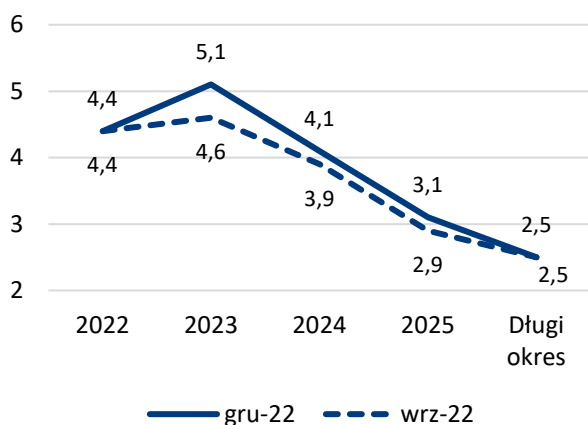
EBC: prognozy inflacji bazowej



Źródło: opracowanie własne TFI PZU, dane EBC.

Dlatego jeszcze w pierwszej części br. należy oczekiwać podwyżek stóp procentowych przez Fed i EBC, przyczyn nie tak radykalnych jak w minionym roku. Wraz z utrwaleniem się trendów dezinflacyjnych tempo zacieśniania polityki pieniężnej w USA i strefie euro powinno wyhamować.

Mediana prognozowanych przez członków komitetu decyzyjnego Fed stóp procentowych w USA (w %)



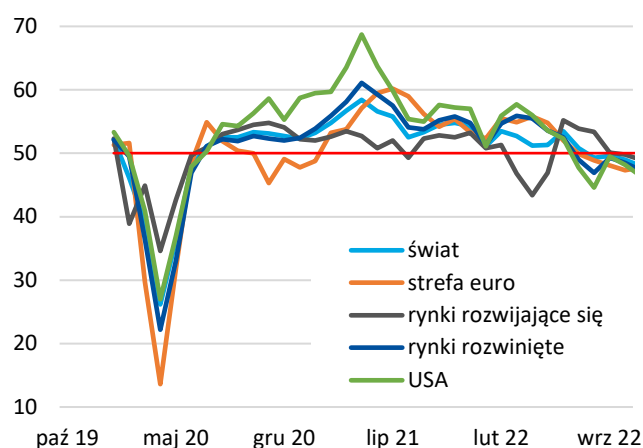
Źródło: opracowanie własne TFI PZU, dane Fed.

ŚWIAT: GOSPODARKA

Rosną obawy, że podwyżki stóp procentowych będą zbyt duże, a w rezultacie wprowadzą największe gospodarki w recesję. Bieżące prognozy wskazują jednak, że w skali globalnej w 2023 r. wzrost PKB pozostanie dodatni, choć na relatywnie niskim poziomie. Widmo recesji stoi natomiast przed wybranymi gospodarkami.

Obawy o przebieg koniunktury gospodarczej na świecie widać wśród przedsiębiorców. Ilustrują to odczyty PMI, które mają z wyprzedzeniem wskazywać na przebieg aktywności gospodarczej. Od kilku miesięcy ich wartości są poniżej granicy 50 pkt, co oznacza przewidywany przez menedżerów w firmach z różnych sektorów gospodarki spadek aktywności ekonomicznej w kolejnych miesiącach.

Indeksy wyprzedzające PMI dla gospodarek



Źródło: opracowanie własne TFI PZU, dane Refinitiv Datastream.

Według prognoz OECD tempo globalnego wzrostu gospodarczego spadnie w tym roku do zaledwie 2,2% (wobec 3,1% w 2022 r.). Pomimo że z perspektywy historycznych odczytów jest to niska wartość, to wciąż mówimy o wzroście.

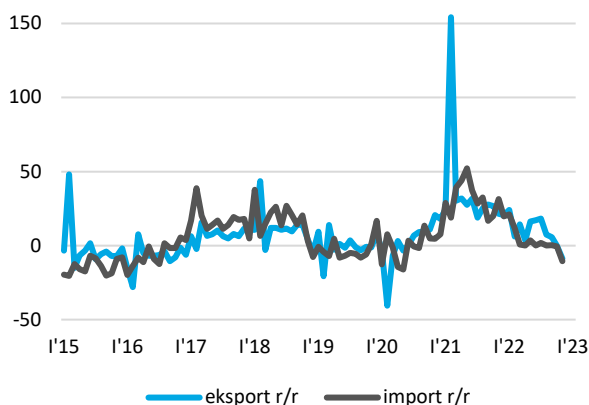
Poszczególne kraje mogą jednak wpaść w większą lub mniejszą recesję. Płytkiej, technicznej recesji (niewielkiego minusa) w trakcie roku nie można wykluczyć m.in. w USA. Ujemne PKB, na poziomie -0,3%, w całym 2023 r. jest natomiast oczekiwane w Niemczech, które są jedną z największych gospodarek europejskich i największym partnerem handlowym Polski.

Jednocześnie w wielu krajach, choćby USA czy Unii Europejskiej wciąż silny pozostaje rynek pracy (stopa bezrobocia utrzymuje się blisko historycznych minimów), co jest jednym z papierków lakmusowych koniunktury gospodarczej. W połączeniu z dalszym oczekiwanym spadkiem inflacji wspiera to scenariusz miękkiego lądowania w tych gospodarkach.

W kontekście koniunktury gospodarczej na świecie wszyscy z uwagą przyglądają się sytuacji w Chinach.

Statystyki handlu zagranicznego pokazują w ostatnich kwartałach spadki obrotów handlowych pomiędzy Chinami a resztą świata. Spadek podaży towarów przy silnym globalnym popycie był jedną z przyczyn gwałtownego wzrostu inflacji w 2023 r. Wydaje się, że obecnie spadek obrotów handlowych to bardziej efekt niższego popytu, choć, z uwagi na sytuację pandemiczną w Państwie Środka, – istnieje ryzyko przejściowych ograniczeń po stronie podaży.

Handel zagraniczny Chin (r/r)

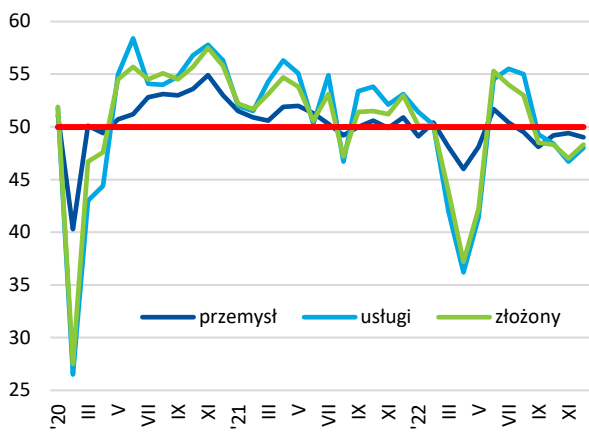


Źródło: opracowanie własne TFI PZU, dane Refinitiv Datastream.

Pod koniec ubiegłego roku w Chinach poluzowano restrykcje wprowadzone w odpowiedzi na rozprzestrzenianie się COVID-19. To dało światu nadzieję na to, że „fabryka świata” powróci do pracy na szybszych, jeśli nie pełnych obrotach. Zniesienie obostrzeń sanitarnych doprowadziło jednak do wyraźnego wzrostu liczby zachorowań.

Konsekwencją może być ponowne ograniczanie aktywności gospodarczej w Chinach, co sugerują m.in. wskaźniki wyprzedzające koniunktury (PMI) wciąż znajdujące się poniżej granicy oddzielającej recesję od ekspansji. W takim scenariuszu najbliższe miesiące mogą być trudniejsze dla wielu światowych gospodarek (choć z początkiem roku inwestorzy zdają się marginalizować to ryzyko).

Wskaźnik PMI dla Chin



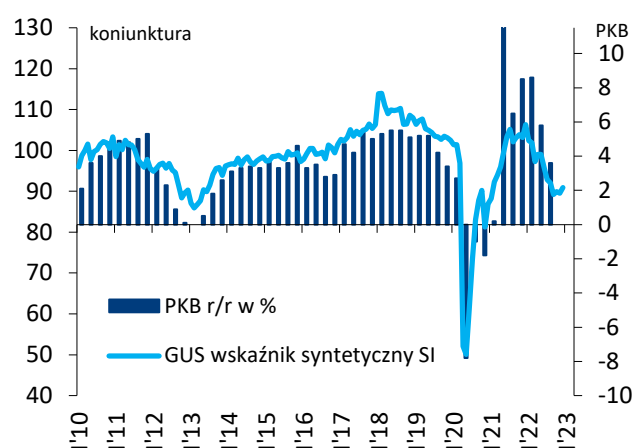
Źródło: opracowanie własne TFI PZU, dane Caixin/S&P Global.

POLSKA

Pod względem dynamiki wzrostu gospodarczego ten rok będzie dla Polski gorszy od minionego – ale wszystko wskazuje na to, że unikniemy recesji. Silny pozostaje rynek pracy, a wsparciem dla PKB są inwestycje zagraniczne. Także inflacja powinna hamować szybciej niż do niedawna oczekiwaliśmy – na koniec roku może ona spaść nawet w okolice 7%.

Spodziewamy się, że w 2023 r. średnioroczne tempo wzrostu PKB wyniesie +0,8-1,0%, a najniższe odczyty w ujęciu rok do roku będziemy obserwowali w pierwszym kwartale. W tym okresie PKB Polski może chwilowo spaść o 1,5% r/r – przede wszystkim za sprawą wysokiej bazy z ubiegłego roku (w pierwszym kwartale 2022 r. polska gospodarka urosła o 8,5% r/r). Od drugiego kwartału br. oczekujemy już dodatniej dynamiki wzrostu gospodarczego.

PKB Polski i koniunktura w badaniu GUS



Źródło: opracowanie własne TFI PZU, dane GUS.

Polska gospodarka na tle świata radzi sobie relatywnie dobrze. Od szoku pandemii, czyli czwartego kwartału 2019 r. PKB Polski wzrósł w ujęciu realnym o 9,3%. W tym samym czasie wzrost gospodarczy w Unii Europejskiej było kilkukrotnie niższy, a niektóre kraje wciąż nie odrobiły strat poniesionych w czasie pandemii, np. Czechy.

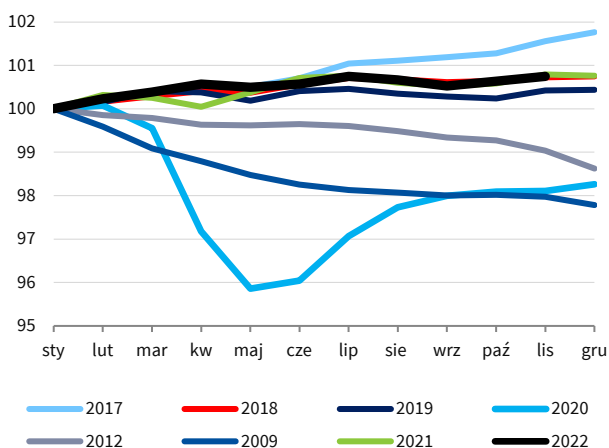
Źródła siły polskiej gospodarki

Jednym ze źródeł siły polskiej gospodarki jest zróżnicowana struktura produkcji, która w warunkach zewnętrznych szoków daje dużo większą elastyczność.

Rozwój gospodarki sprzyja silnemu rynkowi pracy w Polsce. Bezrobocie utrzymuje się w okolicy 5%, tj. historycznie niskiego poziomu. O dobrej kondycji polskiego rynku pracy świadczy również to, jak szybko i płynnie nasza gospodarka wchłonęła prawie 800 tys. (według danych Ministerstwa Rodziny i Polityki Społecznej) nowych pracowników w postaci uchodźców z Ukrainy, którzy podjęli legalną pracę w Polsce.

Rok 2023 na rynku pracy może przynieść pewne spowolnienie, ale stopa bezrobocia powinna utrzymać się poniżej progu 6%.

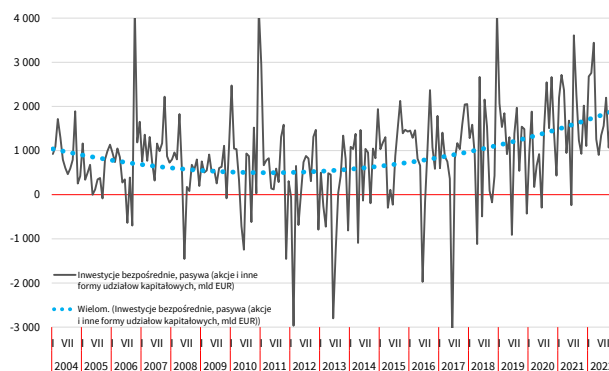
Dynamika zatrudnienia w Polsce (styczeń = 100)



Źródło: opracowanie własne TFI PZU, dane GUS.

W kontekście relatywnej siły polskiej gospodarki warto też podkreślić, że nie spełniły się obawy związane z przyfrontowym statusem naszej kraju w związku z wojną w Ukrainie. W wyniku szeregu działań podjętych przez polski rząd nie ucierpiały inwestycje zagraniczne w Polsce. Dane NBP wskazują na to, że w ciągu pierwszych dziesięciu miesięcy 2022 r. inwestycje bezpośrednie (udziałowe) były na poziomie 19 mld euro – to o ponad 1,5 mld euro więcej niż w analogicznym okresie poprzedniego roku. To potwierdza, że Polska w dalszym ciągu jest postrzegana przez inwestorów zagranicznych jako atrakcyjne miejsce do lokowania kapitału, które zapewnia relatywnie wysoką stopę zwrotu z inwestycji.

Inwestycje bezpośrednie w Polsce (w mld EUR)



Źródło: opracowanie własne TFI PZU, dane NBP.

Prognozy makroekonomiczne zostały przygotowane przez zespół w składzie: Dawid Pachucki (główny ekonomista PZU), Agnieszka Pierzak i Konrad Soszyński (Biuro Analiz Makroekonomicznych PZU) oraz Maciej Drzewucki (główny ekonomista TFI PZU).

Koniec bessy na horyzoncie

Prognozy dla rynku akcji

Akcje

- Na progu 2023 r. rynki akcji, pomimo ostatnich wzrostów, w dalszym ciągu znajdują się w fazie cyklicznej bessy (trendzie spadkowym).
- W niektórych częściach świata – w tym w Polsce – możliwa jest „delikatna” recesja gospodarcza, która częściowo została już odzwierciedlona w cenach akcji.
- Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach negatywny wpływ na zachowanie się indeksów giełd mogą mieć spadające zyski spółek.
- Nadchodzące spowolnienie gospodarcze sugeruje lepsze zachowanie spółek value (o ugruntowanej pozycji rynkowej, często regularnie dzielących się dywidendą) i defensywnych w pierwszej połowie 2023 r. oraz spółek growth (wzrostowych) w drugiej połowie roku.
- Bessa prawdopodobnie zakończy się jeszcze w tym roku, a akcje – pomimo dużej zmienności na przestrzeni roku – osiągną dodatnie stopy zwrotu.
- Z perspektywy inwestora długoterminowego obecne atrakcyjne wyceny wydają się okazać do stopniowego budowania portfela w kontekście kolejnego cyklu wzrostowego.

W rok 2023 wchodzimy w otoczeniu spowalniającej koniunktury. Według prognoz OECD tempo globalnego wzrostu gospodarczego spadnie w tym roku do zaledwie 2,2% (wobec 3,1% w 2022 r.). Niektóre gospodarki stoją wręcz w obliczu płytkiej recesji, rozumianej jako dwa kwartały ujemnego PKB (produktu krajowego brutto) z rzędu.

Recesja to rezultat hamującej aktywności gospodarczej. Po stronie konsumentów jej źródłem mogą być rosnące w wyniku inflacji koszty życia czy związane z nimi niższe realne zarobki (po uwzględnieniu spadku siły nabywczej pieniądza). Jednocześnie ograniczona dostępność kredytów i pożyczek wynikająca zarówno ze wzrostu ich oprocentowania (po podwyżkach stóp procentowych), jak i bardziej restrykcyjnej polityki banków. Wszystkie te czynniki negatywnie rzutują na nastroje, ale przede wszystkim kondycję finansową gospodarstw domowych, powodując ograniczanie wydatków, zwłaszcza że konsumpcję w coraz mniejszym stopniu wspiera bufor w postaci oszczędności zgromadzonych w czasie pandemicznych lockdownów.

Niższy popyt to z kolei zła wiadomość dla przedsiębiorców – producentów i usługodawców. Ograniczanie zakupów przez klientów może skutkować niższymi przychodami tych firm. Przy jednoczesnym wzroście kosztów prowadzenia działalności (pracy, energii czy materiałów) oraz w wielu

przypadkach ograniczonej możliwości przeliczenia tych kosztów na klienta – również niższymi zyskami i marżami. A zyski albo realna perspektywa ich osiągnięcia w niedalekiej przyszłości, to najważniejsze źródło wzrostów cen akcji spółek notowanych na giełdach.

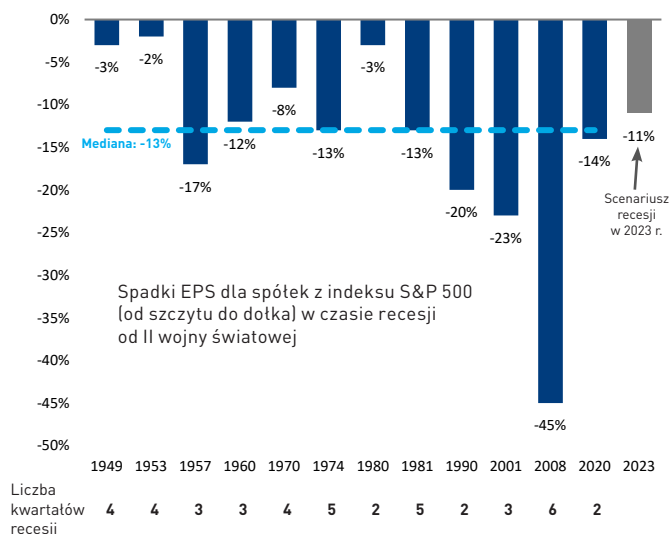
Obniżenie prognoz zysków spółek zaszkodzi akcjom

W 2022 r. amerykański S&P 500, flagowy indeks giełdowy w USA, spadł o około 20%. W tym samym czasie prognozowane przez analityków zyski spółek wchodzących w skład tego indeksu w przeliczeniu na jedną akcję (earnings per share, EPS) obniżyły się jedynie o około 4%.

W naszej ocenie spora część giełdowych analityków na progu 2023 r. nie doszacowała skali nadchodzącego spowolnienia gospodarczego oraz wyzwań, z jakimi spółki już się mierzą albo zmierzają się w niedalekiej przyszłości. Choć, co ważne – rynek już częściowo zdyskontował to w wycenach spółek na giełdach. Analiza wyników spółek z S&P 500 od czasów II wojny światowej pokazuje, że w trakcie recesji ich zyski najczęściej kurczyły się o około 13% (wskazana wartość to mediana, eliminująca z obliczeń skrajne wartości). Tymczasem pod koniec minionego roku konsensus wśród uczestników rynku ankietowanych przez agencję informacyjną Bloomberg wskazywał, że w tym roku zagregowane zyski pięciuset amerykańskich spółek o najwyższej kapitalizacji wzrosną o około 2,7%.

My (podobnie jak część uczestników rynku) jesteśmy w tym względzie bardziej sceptyczni. **W 2023 r. oczekujemy spadku zysków spółek giełdowych w ujęciu rok do roku – zarówno w USA, jak i w innych regionach świata, w tym Europie i Polsce.**

Historyczne spadki zysków na akcję dla spółek z indeksu S&P 500

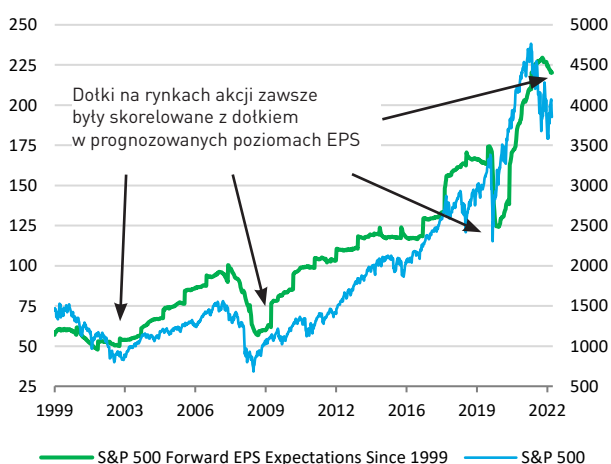


Źródło: Opracowanie własne TFI PZU, dane Goldman Sachs Research.

Kulminacja dalszych rewizji prognoz EPS (zysków na akcję) w dół może nastąpić w pierwszym i drugim kwartale 2023 r. – wraz ze spadkiem raportowanych przez spółki zysków. Z tego trendu mają szansę wyłamać się sektory ochrony zdrowia (historycznie wykazujący się siłą w okresach przed, w trakcie oraz bezpośrednio po zakończeniu recesji) oraz dóbr podstawowych (klienci nie mogą zrezygnować z towarów pierwszej potrzeby nawet w przypadku wzrostu ich cen). Pozostałe sektory raczej nie uciekną „spod noża”, co może negatywnie wpływać na sentyment na rynkach akcji.

W ciągu ostatnich 25 lat każdy dołek notowań S&P 500, flagowego indeksu amerykańskich akcji, był powiązany ze spadkiem prognozowanych zysków. Trudno oczekiwać, żeby w przypadku zmaterializowania się negatywnego (a zarazem bardzo realnego) scenariusza tym razem miałyby być inaczej.

Zachowanie indeksu S&P 500 na tle oczekiwanych zysków spółek



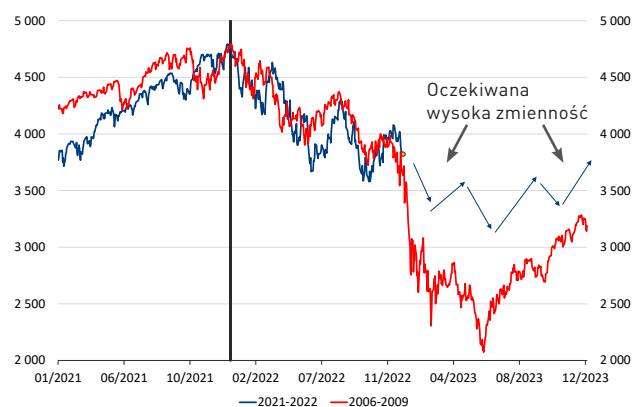
Źródło: opracowanie własne TFI PZU, dane Bloomberg (na 21.12.2022).

Biorąc pod uwagę, że rynek akcji w USA jest punktem odniesienia dla innych światowych indeksów giełdowych, jego przecena z dużym prawdopodobieństwem wywoła efekt domina na pozostałych giełdach krajów rozwiniętych i rozwijających się.

Czy rynki podążają ścieżką z 2008 r.?

Wiele osób zastanawia się, czy w obliczu nagromadzenia wielu złych informacji i spowolnienia w gospodarce światowe giełdy podążą ścieżką nakreśloną po wybuchu globalnego kryzysu finansowego z 2008 r. Naszym zdaniem, nie. Co prawda **oczekujemy powrotu spadków na rynkach akcji w pierwszej połowie 2023 r., ale oceniamy, że nie będą one tak głębokie jak w czasie poprzedniego krachu.**

S&P 500 w latach 2006-2009 i 2021-2022



Źródło: opracowanie własne TFI PZU, dane Bloomberg (na 21.12.2022).

W przypadku indeksu S&P 500 za łagodniejszym scenariuszem przemawiają przede wszystkim silne bilanse spółek, co czyni je w pewnym stopniu odpornymi na trudniejsze czasy. Drugi ważny argument to nadal mocny konsument. Wiąże się to z trzecim argumentem, czyli cały czas dobrą (pomimo pewnych oznak hamowania) sytuacją na amerykańskim rynku pracy.



Przedsiębiorstwa w USA, nawet jeśli widzą spadek bieżącego popytu, a na horyzoncie spowolnienie, to nie chcą się rozstawać z pracownikami, których wcześniej tak trudno było pozyskać (tzw. chomikowanie pracowników). Część z nich woli zmniejszyć etat, ale nie zwalniać – choć w końcu 2022 r. roku widoczne były symptomy słabnięcia tego trendu. Silny rynek pracy mamy również w Polsce – zatrudnienie rośnie, a stopa bezrobocia pozostaje niska. Oczywiście to tylko jedna strona medalu, bo tak jak pisaliśmy wcześniej, spowolnienie gospodarcze na świecie jest nieuniknione i z uwagi na różne czynniki można się spodziewać słabnięcia konsumpcji.

Ostatnim argumentem przemawiającym przeciwko powtórce bessy z 2008 r., jest to, że jeśli zyski (EPS) będą spadać, to z wysokich poziomów.

Wyceny już atrakcyjne, ale kluczowa będzie selekcja

Po burzy, która w 2022 r. przetoczyła się przez światowe giełdy, sporo negatywnych informacji jest już w cenach.

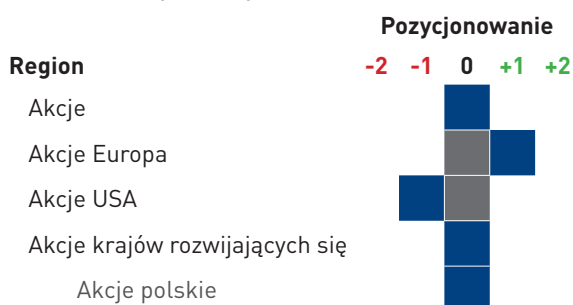
Przykładowo indeks S&P 500 w trakcie recesyjnych lat zwykle notował spadki średnio o 30% (w zeszłym roku stracił ok. 20%), a bessa na tamtym rynku trwała około 13 miesięcy. Choć patrząc przez pryzmat cen akcji do prognozowanych zysków spółek (wskaźnik C/Z), w porównaniu do średniej z ostatnich 10 lat, amerykańskie akcje, wciąż relatywnie drogie na tle akcji spółek z Europy.

W Polsce jeszcze niedawno, na koniec października 2022 r., prognozowany wskaźnik C/Z (cena do zysku) dla indeksu WIG wynosił około 6x (poziom z czasów ostatniego globalnego kryzysu finansowego). Obecnie jest on już na wyższych poziomach, ale wyceny akcji na warszawskiej giełdzie (GPW) wyglądają atrakcyjnie na tle innych rynków.

Atrakcyjne wyceny to jednak tylko jedna strona medalu. Po drugiej stronie jest szereg ryzyk (o których nieco więcej piszemy niżej), na czele z oczekiwanym kurczeniem się zysków spółek. To sprawia, że **nasze nastawienie do rynków akcji określamy jako „neutralne” i zwracamy uwagę na selekcję geograficzną i sektorową**. Sytuacja geopolityczna oraz gospodarcza zmusza też do uważnego doboru spółek w ramach poszczególnych sektorów.

Nadchodzące spowolnienie gospodarcze sugeruje w pierwszej połowie 2023 r. lepsze zachowanie spółek value (o ugruntowanej pozycji rynkowej, często regularnie dzielących się dywidendą) oraz defensywnych, w tym z segmentu dóbr podstawowych, ochrony zdrowia oraz selekcyjnie spółki informatyczne mogące korzystać na trendzie digitalizacji. W drugiej połowie roku, jeśli nasz bazowy scenariusz się sprawdzi, do task inwestorów powinny powrócić spółki typu growth (wzrostowe).

Modelowa alokacja w akcje



Źródło: opracowanie własne TFI PZU, dane Bloomberg (na 21.12.2022).

W poszukiwaniu dołka bessy

Po trudnym roku na światowych giełdach wiele osób zadaje sobie pytanie, **czy jesteśmy blisko dołka bessy?**

Uważamy, że w przypadku niektórych rynków, segmentów, sektorów czy spółek dotek bessy zapewne został już osiągnięty. W przypadku pozostałych formowanie dna będzie jednak rozłożone w czasie – analogicznie jak w latach 2008-2009, kiedy część giełd zaczęła odbijać

już jesienią 2008 r., a inne, jak np. USA, dotek zanotowały dopiero w marcu 2009 r.

Wszystko dlatego, że **na horyzoncie widać jeszcze różne zagrożenia dla rynku akcji**. Wśród największych ryzyk dla zachowania giełdowych indeksów widzimy wspomniany wcześniej spadek zysków spółek. Problemem i dla firm, i dla konsumentów pozostanie utrzymująca się wysoka inflacja. Obserwowany wzrost cen i ryzyko jego wymknięcia się spod kontroli powoduje, że banki centralne w dalszym ciągu będą podnosiły stopy procentowe. Dobitnie przypomniaty o tym zarówno amerykańska Rezerwa Federalna (główna stopa Fed ma wzrosnąć powyżej 5%), jak i Europejski Bank Centralny, który zapowiedział dalszą walkę z inflacją pomimo widma recesji w strefie euro.

W czarnym scenariuszu, jeśli dotychczasowe działania okażą się nieskuteczne, konieczne może się okazać sięgnięcie po bardziej radykalne środki, co może wywołać głęboką recesję w 2024 r. Nad rynkami w dalszym ciągu wisi także ryzyko geopolityczne i możliwe zaburzenia z dostępnością i cenami surowców energetycznych (przede wszystkim gazu).

Na rynkach akcji spodziewana zieleń, ale będzie bujać

Pomimo szeregu ryzyk na horyzoncie uważamy, że **bessa na rynkach akcji prawdopodobnie zakończy się w 2023 r., a na koniec tego roku możemy zobaczyć dodatnie stopy zwrotu z funduszy akcji. Choć w międzyczasie spodziewamy się dużej nerwowości i zmienności**.

Jakie szanse dla rynku akcji dostrzegamy?

- istotny spadek inflacji – w bazowym scenariuszu oczekujemy szczytu inflacji pierwszym kwartale br., a następnie jej stopniowego spadku;
- złagodzenie tonu przez banki centralne albo wręcz obniżki stóp procentowych w reakcji na zbyt mocno zduszony wzrost gospodarczy;
- mniejsze od oczekiwanego spowolnienie gospodarcze;
- deeskalacja konfliktu Rosja-Ukraina (co miałyby szczególnie pozytywny wpływ na giełdy z regionu Europy Środkowo-Wschodniej, w tym polską);
- atrakcyjne wyceny spółek na giełdzie mogą pobudzić aktywność w obszarze fuzji i przejęć, a także skłonić inwestorów do skupów akcji (co pozytywnie przełożyłoby się na ceny tych walorów).

Niezależnie od tego, który scenariusz faktycznie się zrealizuje, z perspektywy inwestora długoterminowego obecne atrakcyjne wyceny wydają się okazją do stopniowego budowania portfela. Już w perspektywie kolejnego trendu wzrostowego, który prawdopodobnie rozpocznie się w 2023 r.

Tomasz Matras
Dyrektor Biura Rynku Akcji

Zapala się zielone światło dla obligacji

Prognozy dla rynku obligacji

Obligacje

- **Po dwóch trudnych latach powoli zapala się zielone światło dla obligacji.**
- **W 2023 r. dość prawdopodobny jest scenariusz dwucyfrowych stóp zwrotu z funduszy obligacyjnych – zarówno krótko-, jak i długoterminowych. Choć przy dużej zmienności.**
- **Poziomy rentowności obligacji są już na tyle atrakcyjne, że w bazowym scenariuszu spodziewamy się wysokich jednocyfrowych zysków z tej klasy aktywów.**

Na podstawie analizy danych makroekonomicznych i rynkowych przygotowaliśmy scenariusze dla funduszy obligacji na 2023 r. Wzięliśmy pod uwagę kluczowe dla tej klasy aktywów parametry, takie jak inflacja, wzrost gospodarczy, deficyt obrotów bieżących, czy potrzeby pożyczkowe budżetu państwa (i związane z nimi możliwe ścieżki kształtowania się stóp procentowych), ale także szereg innych czynników mogących wpływać na atrakcyjność obligacji.

Wniosek płynący z naszych analiz jest taki, że w 2023 r. fundusze obligacji z bardzo dużym prawdopodobieństwem przyniosą dodatnie, a może nawet dwucyfrowe stopy zwrotu. Stojąc przed wyborem pomiędzy funduszami obligacji krótkoterminowych i obligacji skarbowych polskich długoterminowych warto kierować się przede wszystkim akceptowanym poziomem ryzyka.

Te pierwsze inwestują w obligacje o krótszym terminie zapadalności, wobec czego są mniej wrażliwe na rynkową zmienność. To czyni je lepszym wyborem dla bardziej konserwatywnych inwestorów. Te drugie mogą cechować się większymi wahaniami cen, ale w przypadku pozytywnego rozwoju sytuacji na rynkach mogą przynieść wyższe zyski.



Przewidywane stopy zwrotu dla poszczególnych scenariuszy rynkowych wraz oceną prawdopodobieństwa realizacji poszczególnych scenariuszy

Scenariusze dla funduszy obligacji krótkoterminowych

- bazowy = 8,5-9,0% netto (50% szans na realizację)
- optymistyczno-realistyczny = 10,0-10,5% (20% szans)
- optymistyczny = 13,5-14,0% (5% szans)

Scenariusze dla funduszy obligacji polskich (długoterminowych)

- bazowy = 7,5% netto (50% szans)
- optymistyczno-realistyczny = 10,0-10,5% (20% szans)
- optymistyczny = powyżej 20,0% (5% szans)

W obu przypadkach bierzemy pod uwagę również scenariusz pesymistyczny (25% szans na realizację).

Źródło: opracowanie własne TFI PZU.

SZYKUJE SIĘ DOBRY ROK DLA OBLIGACJI (scenariusz bazowy)

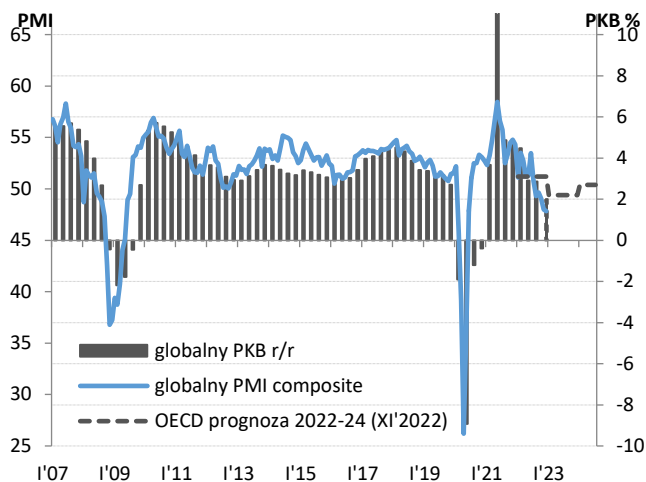
Rok 2022 upłynął pod znakiem walki z inflacją. Bezpartonowej walki, w ramach której banki centralne zaczęły podnosić stopy procentowe w tempie nieobserwowanym od kilkudziesięciu lat. To negatywnie przełożyło się na wyniki funduszy obligacji, bo wyższe oprocentowanie nowo emitowanych przez rządy obligacji powoduje przecenę obligacji już znajdujących się na rynku (oferującym inwestorom niższe odsetki).

Wojny z inflacją jeszcze nie wygraliśmy – o czym świadczy grudniowa komunikacja największych banków centralnych. Zarówno w USA, jak i w strefie euro – dwóch kluczowych rynkach – stopy procentowe będą jeszcze podnoszone (choć do końca cyklu jest zdecydowanie bliżej niż dalej). Po pierwsze dlatego, że dynamika wzrostu cen wciąż jest za wysoka względem pożądanej przez banki centralne. Po drugie dlatego, że bankierzy boją się wymknienia się inflacji spod kontroli.

Nie zmienia to faktu, że powoli zapala się zielone światło dla obligacji. Oto kilka argumentów:

1. Globalna gospodarka zwalnia – już trzy kwartały z rządu dynamika PKB okazała się słabsza od prognoz; cały czas trwa obniżanie prognoz na przyszłe okresy, a nad niektórymi krajami wisi widmo recesji.

Światowe PKB wraz z prognozami

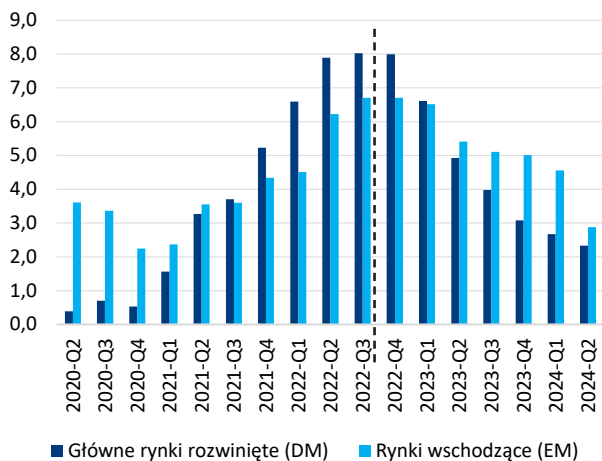


Źródło: opracowanie własne TFI PZU; dane: urzędy statystyczne, S&P Global.



- Inflacja na świecie przechodzi przez szczyt i zaczyna odpuszczać – to m.in. pokłosie spadku cen surowców, ropy czy frachtu, które przekładają się na spadek cen towarów.

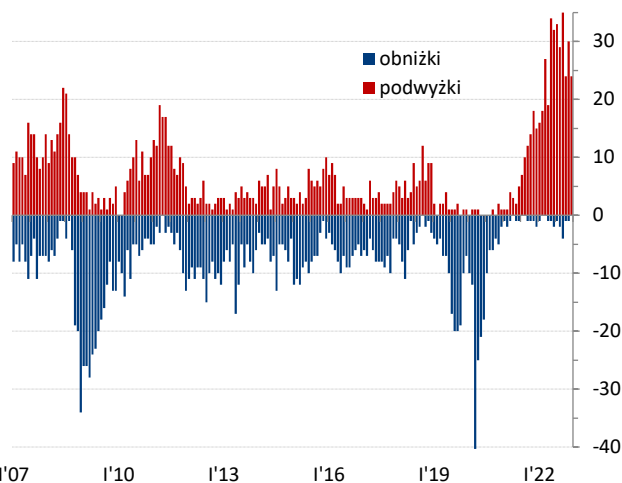
Inflacja CPI w gospodarkach rozwiniętych i wschodzących



Źródło: opracowanie własne TFI PZU, dane Bloomberg.

- Już w 2023 r. banki centralne najprawdopodobniej obwieszczą zwycięstwo w wojnie z inflacją i zakończą cykl podwyżek stóp procentowych.

Liczba decyzji banków centralnych o zmianie stóp procentowych (po miesiącach)



Źródło: Banki centralne; opracowanie TFI PZU.

Dlatego w podstawowym scenariuszu zakładamy, że fundusze dłużne zarobią od 7,5 do 9,0%. **Nawet jeśli na rynku panowałaby flauta (choć takiego scenariusza się nie spodziewamy), to fundusze będą zyskiwały na wyższych odsetkach od obligacji.** Wszystko za sprawą wzrostu rentowności w minionych okresach.

Niższa oczekiwana stopu zwrotu dla funduszy obligacji polskich długoterminowych względem krótkoterminowych wynika z faktu istnienia pewnych zagrożeń, które mogą wywierać większą presję na rentowności obligacji o dłuższym terminie zapadalności. Nieco niższa jest także rentowność tych dłuższych funduszy. Choć mają one większy potencjał, jeśli otoczenie rynkowe będzie bardziej sprzyjające, niż obecnie oczekujemy (piszemy o tym w dalszej części).

Zielone światło w USA, żółtozielone w Polsce

Rzadko kiedy jest tak, że rynki finansowe poruszają się w tym samym tempie. Z prostego powodu – różnią je atrakcyjność fundamentalna i bieżące wyceny.

Wychodząc z tego założenia oceniamy, że **zielone światło dla obligacji włączyło się już w Stanach Zjednoczonych**, gdzie ceny konsumpcyjne już zaczęły odpuszczać i do końca 2023 r. inflacja konsumencka powinna spaść nawet w okolice 3% (przy celu Fedu na poziomie 2%). To dobra informacja, jako że bank centralny USA nadaje ton innym bankom na całym świecie. Uważamy jednocześnie, że pierwszy kwartał br. może być jeszcze trudniejszy dla amerykańskich obligacji. Przede wszystkim ze względu na Fed, który choć zbliża się do końca podwyżek, to może jeszcze dusić oczekiwania inflacyjne – a tym samym zapał inwestorów operujących na rynku papierów dłużnych.

W Polsce najprawdopodobniej stoimy jeszcze na żółtym świetle, ale w momencie, gdy niedługo zmieni się ono na zielone. Innymi słowy, naszym zdaniem jesteśmy tuż przed wejściem w sprzyjające otoczenie dla obligacji. Z czego wynika nasza zachowawczość?

Po pierwsze widzimy ryzyko związane z kształtem polityki fiskalnej. Rząd bierze na siebie dużą część ostony gospodarki przed wzrostem cen i potencjalną recesją, co może utrwalać inflację. Z tym związana jest konieczność finansowania deficytu budżetowego państwa. Potrzeby pożyczkowe Polski mogą być bardzo duże, co zwiększy podaż obligacji ze strony Ministerstwa Finansów. Zgodnie z prawami rynku, większa podaż danego dobra skutkuje utratą jego wartości. Jeśli podaż obligacji skarbowych zbiegnie się w czasie z niekorzystnymi informacjami ze świata, to rentowności mogą jeszcze pójść w górę – choć uważamy, że nawet w takiej sytuacji nie przekroczą zeszłorocznych szczytów.

Po drugie w ostatnim kwartale 2022 r. polskie obligacje (w ślad za rynkami bazowymi) zaliczyły w pewnym stopniu nieracjonalny rajd, w wyniku którego rentowności 10-latek spadły o ponad 2% od październikowego szczytu. Te imponujące wzrosty opierały się jednak w dużej mierze na wybiórczym interpretowaniu sygnałów płynących z banków centralnych. To zemściło się w końcu 2022 roku, kiedy zarówno Fed, jak i EBC przestawiły twarde, jastrzębie stanowisko ws. konieczności dalszych podwyżek stóp procentowych. Mimo korekty wyceny polskich obligacji z początkiem 2023 r. wydają się wymagające.

PRZY ODRÓBINIE SZCZĘŚCIA (scenariusz optymistyczno-realistyczny)

W stosunku do scenariusza bazowego, i wysokich jednocyfrowych wyników, **niewiele więcej musiałoby się wydarzyć, żeby fundusze obligacji wypracowały w 2023 r. dwucyfrowe stopy zwrotu.**

W przypadku funduszy obligacji krótkoterminowych obligacje zmiennokuponowe (WZ) – obecnie handlowane na rynku z dużym dyskontem – musiałoby nieco się umocnić. Wystarczyłoby zawężenie ich spreadu w stosunku do stawki WIBOR o ok. 40 pb. Pozytywny ruch w tym segmencie dałby funduszom obligacji, które mają w swoich portfelach papiery zmiennokuponowe, impuls do wzrostu.

Po drugie, aby fundusze o bezpieczniejszej charakterystyce mogły zarobić 10% lub więcej, to do końca roku powinniśmy zobaczyć spadek rentowności polskich obligacji stałokuponowych na całej długości krzywej (tj. zarówno papierów 2-letnich, jak i 10-letnich) o około 50 pb.

Jeśli spojrzymy na wykres rentowności 2-letnich obligacji Skarbu Państwa widać wyraźnie, że obecnie ruchy o 0,5%, a nawet 1% w skali roku nie byłyby niczym nadzwyczajnym. Przy sprzyjających wiatrach wydaje się to jak najbardziej możliwe do osiągnięcia.

Rentowność polskich 2-letnich obligacji skarbowych



Źródło: opracowanie własne TFI PZU, dane Bloomberg (na 10.01.2023).

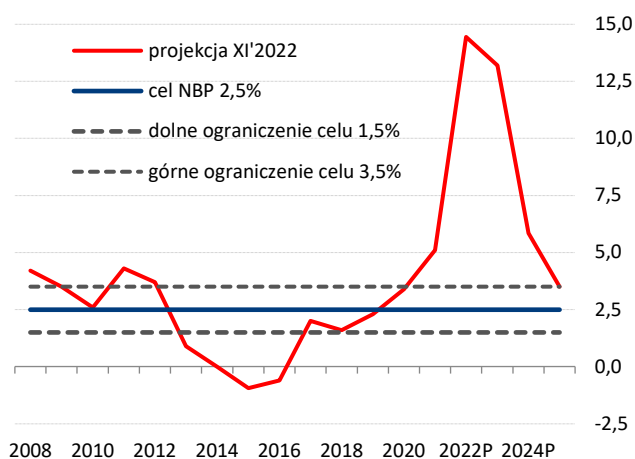
W przypadku funduszy obligacji polskich oferujących wyższy potencjał niezbędne może być także nieznaczne **zawężenie spreadów obligacji rynków wschodzących (emerging markets) w stosunku do tzw. rynków bazowych.** Przykładowo chodzi o to, aby w ciągu roku zmniejszyła się różnica pomiędzy rentownościami w tych krajach w stosunku do amerykańskich czy niemieckich obligacji skarbowych.

W tym scenariuszu także w odniesieniu do obligacji rynków wschodzących – które stanowią ciekawy komponent uzupełniający portfele oparte głównie na polskich obligacjach – spodziewamy się w 2023 r. dwucyfrowych stóp zwrotu.

Kluczowa będzie ścieżka inflacyjna

Wszystkie opisywane wyżej ruchy, tj. spadki rentowności i zawężenie spreadów, są jak najbardziej możliwe, jeżeli tylko inflacja podąży ścieżką prognozowaną przez NBP oraz wielu ekonomistów, w tym naszych. Oczekujemy, że inflacja konsumencka w Polsce osiągnie swój szczyt w lutym, a do końca 2023 r. spadnie w okolice 7%.

Polska inflacja średnioroczna wraz prognozą NBP (w %)



Źródło: opracowanie własne TFI PZU, dane GUS, NBP.

W kolejnych latach prawdopodobne jest obniżenie się dynamiki wzrostu cen do poziomów jednocyfrowych. W rezultacie inwestorzy powinni zacząć z wyprzedzeniem wyceniać cykl obniżek stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej już od 2024 r. – przyczyniając się do spadku rentowności (wzrostu cen) obligacji.

Taki ruch przybrałby jeszcze na sile, gdyby spowolnienie gospodarcze stało się bardziej dotkliwe niż obecnie się zakłada – budząc oczekiwania inwestorów na to, że optyka banków centralnych przesunie się wyłącznie z walki z inflacją również na wspieranie wzrostu PKB.

Prognozy inflacji średniorocznej w Polsce

2023	13,1% [11,5% wg PZU]
2024	5,9% [5,0% wg PZU]
2025	3,5%

Źródło: NBP, Grupa PZU (prognoza sporządzona 5.01.2023).



GDYBY POPUŚCIĆ WODZE FANTAZJI (scenariusz optymistyczny)

Ten scenariusz traktujemy jako swego rodzaju ćwiczenie intelektualne. W obecnym otoczeniu makroekonomicznym wydaje się on na tyle mało prawdopodobny, że dajemy mu tylko 5% szans na realizację.

Do osiągnięcia wyników na poziomie 20% fundusze obligacji potrzebowałyby spadku rentowności obligacji skarbowych stałokuponowych o 300 pb. To by oznaczało, że rentowności polskich 10-latek z poziomu 6,85% na koniec 2022 r. powinny spaść do 3,85%. Dodatkowo wymagałoby aktywnego zarządzania portfelem, aby jak najlepiej wyłapywać szczytowe momenty wyprzedzenia rynku i dobierać do portfela najatrakcyjniejsze papiery po okazjonalnych cenach.

Aby fundusze obligacji krótkoterminowych mogły zarobić 13-14%, niezbędne byłoby dodatkowo zejście rentowności obligacji zmiennokuponowych (WZ) – które mają większy udział w portfelach tych funduszy – o około 100 pb.

Co mogłoby wywołać spektakularny rajd na rynku obligacji? Głębsza od oczekiwań recesja oraz wywołany tym mocniejszy spadek inflacji. W takim scenariuszu banki centralne zrobiłyby gwałtowny zwrot (czyli słynny „pivot”, o którym wiele mówiło się w ostatnich kwartałach), aby ratować znajdującą się w krytycznym stanie gospodarkę. Dla przykładu, mówimy o sytuacji, w której NBP byłby zmuszony do szybkiego obniżenia stóp procentowych o połowę tego, co wcześniej podniósł. Np. gdyby główna stopa spadła z 6,75% na 3,5%.

Pomimo wyraźnego hamowania światowych gospodarek, w 2023 r. oczekuje się niewielkiego, ale dodatniego PKB w ujęciu globalnym i płytkiej, krótkiej recesji m.in. w strefie euro. Z kolei Polska powinna przejść przez ten kryzys relatywnie suchą nogą (o czym więcej piszą nasi ekonomiści w komentarzu [Świat broni się przed recesją – prognozy gospodarcze dla Polski i dla świata s. 6](#)). Nie są to argumenty za tym, żeby bankierzy musieli interweniować i ratować koniunkturę.

A JEŚLI COŚ PÓJDZIE NIE PO NASZEJ MYŚLI (scenariusz pesymistyczny)

W przypadku scenariusza pesymistycznego – którego prawdopodobieństwo szacujemy na 25% – nie pokusiliśmy się o wskazanie jednej liczby określającą możliwą stopę zwrotu. Na horyzoncie widać czynniki ryzyka o różnym charakterze, które w przypadku materializacji mogą z różną siłą wpłynąć na ceny obligacji.

Najważniejsze jest to, że **w przypadku funduszy obligacji krótkoterminowych nawet w scenariuszu pesymistycznym stopy zwrotu powinny być dodatnie.** Obecny atrakcyjny poziom rentowności funduszy (ponad 9% na początku 2023 r.) daje duży bufor bezpieczeństwa i trudno sobie wyobrazić, co musiałoby się wydarzyć, żebyśmy na koniec br. byli świadkami negatywnej stopy zwrotu z tej klasy aktywów. Zapewne inflacja musiałaby się wymknąć spod kontroli, powodując jeszcze większą niż wcześniej skalę zaskoczeń, a Rada Polityki Pieniężnej stanęłaby przed koniecznością podniesienia stop procentowych do poziomów blisko 15%.

Na funduszach obligacji długoterminowych zmienność może być większa. W przypadku dalszych dużych problemów z inflacją albo z finansowaniem deficytu budżetowego istnieje ryzyko stóp zwrotu w okolicach 0% i niższych.

Jarosław Leśniczak,
Dyrektor Biura Alokacji i Instrumentów Dłużnych TFI PZU

NOTA PRAWNA

Jest to informacja reklamowa. Przed podjęciem ostatecznych decyzji inwestycyjnych należy zapoznać się z prospektem informacyjnym oraz dokumentami zawierającymi kluczowe informacje (KID).

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.

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.

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 w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy KRS, KRS: 0000019102, NIP 527-22-28-027, kapitał zakładowy: 15 013 000 zł wpłacony w całości, Rondo Ignacego Daszyńskiego 4, 00-843 Warszawa, pzu.pl