

2023

ROK ZMIENNOŚCI



Grzegorz Zatryb
główny strateg

www.skarbiec.pl



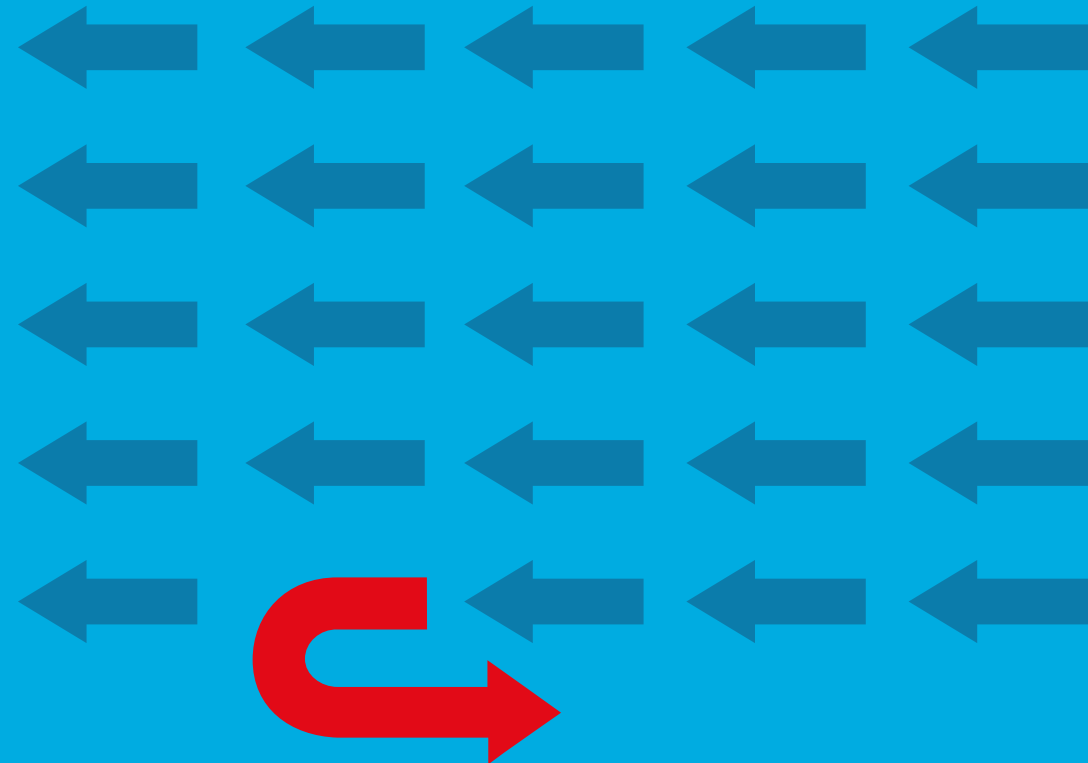
PUNKTY ZWROTNE

Wydarzenia na rynkach w ciągu ostatnich kilku lat potrafiły wprawić w osłupienie nawet najbardziej doświadczonych graczy, co absolutnie nie dziwi, zważywszy na istny zlot talebowski „czarnych łabędzi”. W ubiegłym roku jednym z nich okazała się napaść Rosji na Ukrainę, która wbrew planom Moskwy stała się pełnowymiarowym konfliktem zbrojnym, nie oglądanym w Europie od 1945 roku. Choć wojna ta nie ma formalnie globalnego zasięgu, to jej konsekwencje będą dalej idące, niż pandemii.

Dla rynków finansowych w ydarzenie t akiej w agi j ak w ojna w prowadza z naczący element niepewności. W odróżnieniu do ryzyka, niepewności nie da się skwantyfikować, a tym bardziej zabezpieczyć przed nią. Przyszły rok widzimy jako rok zmienności nie tylko z uwagi na czynniki geopolityczne, ale także dlatego, że będzie to rok punktów zwrotnych, które w przypadku polityki pieniężnej nazywa się z angielska „pivotami”, a po polsku punktami zwrotnymi. Takie punkty będą w przyszłym roku dotyczyły nie tylko postawy władz monetarnych, ale jeszcze kilku innych kluczowych dla rynków czynników. Rynki finansowe czekają więc na punkt zwrotny w wykonaniu banków centralnych, obawiając się, iż popełnią one błąd zbyt restrykcyjnej polityki pieniężnej. W ocenie inwestorów na horyzoncie widać już recesję i dalsze podnoszenie stóp procentowych nie doprowadzi do niczego dobrego, zwłaszcza że inflacja zaczęła już spadać.

Drugi punkt zwrotny, który buduje niepewność, to moment, w którym cykl koniunkturalny wejdzie w fazę spowolnienia. Dopiero wtedy ocena głębokości tego spowolnienia będzie mogła być dokładniejsza. Ten punkt zwrotny może być kluczowy dla kierunku polityki pieniężnej i z całą pewnością będzie miał znaczenie dla prognoz zysków spółek. To, czy prognozy spółek, przede wszystkim amerykańskich, zostaną znacząco zredukowane także będzie punktem zwrotnym dla rynków akcji. Dopiero gdy nowe prognozy EPS trafią do inwestorów można liczyć na ukształtowanie się jakiegoś silniejszego trendu.

Wszystko to, o czym pisałem wyżej, przełoży się na tytułową zmienność. Większość tej zmienności wywołana będzie czynnikami pozarynkowymi i to do tego o charakterze zbliżonym do zero-jedynkowego. Dlatego z punktu widzenia prognozowania najbardziej adekwatnym podejściem jest scenariuszowe. Oczywiście, budowanie scenariuszy to standard w próbach przewidywania, ale w roku 2023 z uwagi na znaczenie punktów zwrotów każdy scenariusz jest równie prawdopodobny. Punkty te tworzą wiązkę ścieżek rozwoju sytuacji przypominającą rozgałęziające się drzewo. Postaramy się, pisząc o naszych przewidywaniach, nie spaść z tego drzewa.



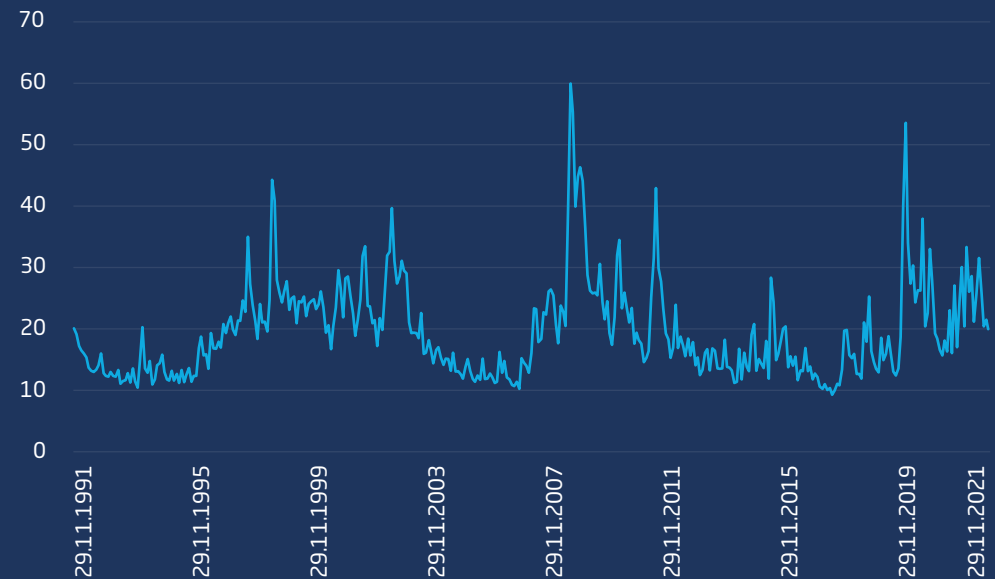
ZMIENNOŚĆ ZOSTAJE

Ostatnie kilkadziesiąt lat było okresem, w którym dominowały czynniki związane z globalizacją. Do światowej gospodarki dołączały kolejne kraje określone jako rynki wschodzące, łącznie z całym blokiem wschodnim po przemianach demokratycznych i upadku ZSRR. Oczywiście najważniejszym z tych krajów są Chiny. Niskie koszty pracy w tych krajach spowodowały, że popłynął kapitał i wiele firm przeniosło tam swoje zakłady wytwórcze. Przyczyniło się to do globalnego spadku inflacji i przyspieszenia wzrostu gospodarczego w krajach rozwijających się. Powstały powiązania między krajami o skali do tej pory niespotykanej. Przykładem niech będzie gospodarka niemiecka, która opierała się o tanią energię z Rosji i popyt z Chin. Na fasadzie gmachu tego ładu pierwsze rysy pojawiły się wraz z prezydenturą Donalda Trumpa, pandemia je pogłębiła, ale prawdziwe problemy z konstrukcją budynku przyniosła napaść Rosji na Ukrainę. Moim i wielu innych zdaniem, gmach starego porządku właśnie rozsypuje się w gruzy, choć są tacy, którzy uważają, że rysy da się jeszcze zaszpachlować.

Zachodzi jednocześnie wiele procesów potwierdzających tezę o tektonicznej zmianie międzynarodowego ładu. Chiny straciły już premię demograficzną, która fundamentalnie stała za szybkim wzrostem i utknęły, jak się wydaje, w pułapce średniego dochodu. Co więcej, są obecnie geopolitycznym oponentem nr 1 Stanów Zjednoczonych, zaś wokół Tajwanu rośnie zagrożenie konfliktem zbrojnym. Rosja straciła całkowicie wiarygodność jako dostawca energii i jako miejsce inwestycji bezpośrednich. Uznana została za państwo wspierające terroryzm. Już wojny handlowe Trumpa rozpoczęły ten ruch, ale zrozumienie przez wielkie koncerny, że niskie koszty robocizny nie skompensują potencjalnych strat, przyspieszyło przenoszenie fabryk do macierzystych czy bardziej wiarygodnych lokalizacji. W krajach Zachodu rozpoczął się proces dozbierania armii zaniedbanych w okresie, pozornego jak się okazało, spokoju i pokoju. Także polityka energetyczna musiała ulec poważnym modyfikacjom, nie ma jednak wątpliwości, iż odchodzenie od paliw kopalnych przyspieszy. Tak się bowiem składa, że większość światowych zapasów ropy i gazu znajduje się na terenie wszelkiej maści autokracji, teokracji i dyktatur.

Rynki finansowe biorą pod uwagę długoterminowe trendy, jednak w nieporównanie większym stopniu skupiają się na krótszych okresach. Wcześniej pisałem o punktach zwrotnych i rynki będą skupiały się właśnie na horyzoncie czasowym wyznaczony przez te punkty. Natura tych punktów zwrotnych sprawia, że bardzo trudno je ująć w cenach. Będzie to owocowało podwyższoną zmiennością na wszystkich rynkach. Najbardziej znaną miarą zmienności jest VIX, zwany „indeksem strachu”, który pokazuje zmienność indeksu S&P500 implikowaną przez kontrakty opcyjne. Na wykresie widać, że zmienność osiąga obecnie poziomy zbliżony do okresu pęknięcia „bańki internetowej”. W 2023 nie należy oczekiwać ulgi w tym zakresie. Dopiero wejście akcji w widoczny trend wzrostowy może zbić ryzyko, ale jak będziemy dalej pisać, rokowania w tym zakresie, choć niezłe, także obarczone są wieloma niewiadomymi.

1. Indeks VIX



Źródło: Refinitiv Datastream

SUMA WSZYSTKICH STRACHÓW

Rynki akcji, przede wszystkim rozwinięte, przez drugą połowę 2022 roku funkcjonowały w rytmie obaw o recesję. Istotnym elementem tych obaw była polityka pieniężna. Przeświadczenie o słabości gospodarki pozbawionej wsparcia banków centralnych przesłaniało rynkom akcji zagrożenia związane z bardzo wysoką inflacją. Większość uczestników rynku nie miała nigdy do czynienia z taką dynamiką cen, tym bardziej nie widzieli uporczywie utrzymującej się wysokiej inflacji nawet zakładając, że banki centralne przesadziłyby i wepchnęły gospodarki w głębszą recesję, to jej skutki byłyby już w średnim okresie znacznie mniej groźne, niż chaos jaki do gospodarki wprowadza utrzymująca się wysoka inflacja. Recesja to okres, kiedy gospodarka rynkowa wymusza poprawę efektywności przedsiębiorstw, usuwa z rynku te, które sobie nie poradziły i podnosi efektywność wykorzystania kapitału. Podnosząc, niestety, bezrobocie, tworzy warunki do wejścia w fazę wzrostową. Uporczywa i wysoka inflacja nie ma żadnych zalet, za to prowadzi do zaburzenia funkcji informacyjnej cen, zniechęca do tworzenia oszczędności i eliminuje kredyt z gospodarki.



2. Premia za ryzyko posiadania akcji



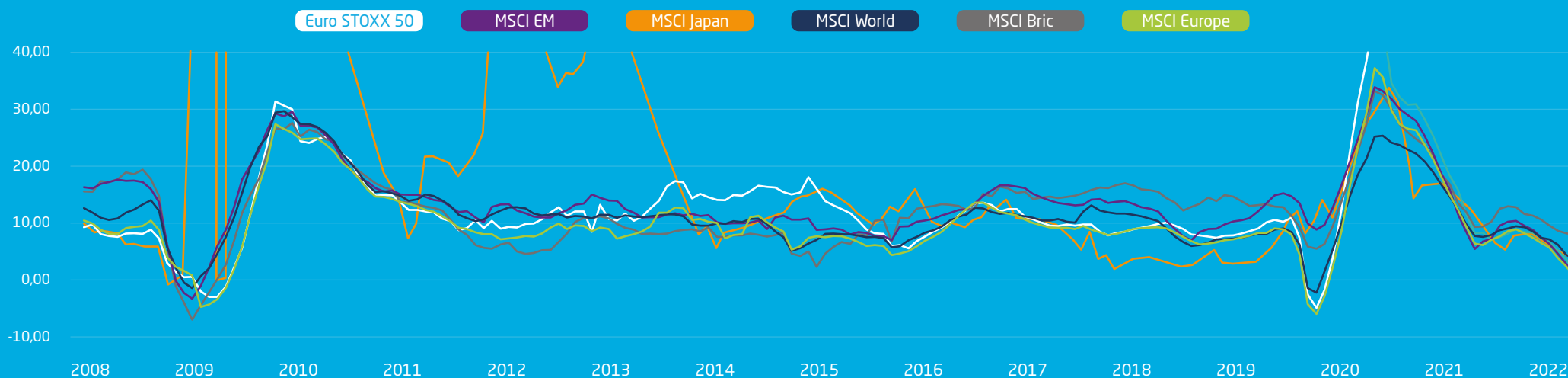
Źródło: Refinitiv Datastream

Niezależnie od tego, jak rozwine się sytuacja gospodarcza, do czasu gdy stopień spadku koniunktury będzie w miarę pewny, nadchodzące spowolnienie będzie ciężyło rynkom akcji. Drugim czynnikiem, który determinuje inwestorów na rynkach akcji jest obawa o znaczące rewizje wyników spółek, dotyczy to przede wszystkim rynku amerykańskiego, jednak zważywszy na jego znaczenie, prognozy wyników będą miały globalne znaczenie. Na koniec ubiegłego roku, roczny zysk na akcję w indeksie S&P500 wyniósł według szacunków niecałe 200 USD. Z prognoz wyników spółek należących do tego indeksu wynika, że EPS za 2023 osiągnie 225 USD. Oznacza to ich wzrost o 13%. Tymczasem wielu graczy obawia się, że dynamiki mogą stać się wręcz ujemne. Przy obecnych prognozach P/E dla S&P500, liczone na ich podstawie, z wartością indeksu w liczniku (w momencie pisania tego fragmentu wynosiła 3898,85) wynosi 17,3. P/E liczone na podstawie wyników spółek w 2022 roku to 19,5. Jeżeli spełnią się oczekiwania pesymistów i zyski spółek spadną, to przy 10% ich spadku przyszłe P/E wyniosłoby 21,7. Mnożnik na tym poziomie to stopa zwrotu 4,6%.

Jest to ważne, ponieważ z punktu widzenia wyboru klasy aktywów istotne jest porównanie oczekiwanej stopy zwrotu i ryzyka. W przypadku akcji możemy posłużyć się ERP, czyli premią za ryzyko posiadania akcji. Na wykresie nr 2 została ona wyliczona jako roczna stopa zwrotu z akcji pomniejszona o rentowność obligacji 2-letniej. Obecnie jest ona na niskim poziomie 1,6%, w razie spadku zysków spółek o 10% będzie nawet niższa, 1,3% i to mimo wycenionej przez rynek spadku rentowności papieru 2-letniego o ponad 1 punkt procentowy. Niższe EPS pojawiło się w ostatnich latach przed Wielkim Kryzysem Finansowym. To jeden z wielu aspektów tego, jak ważne są prognozy wyników spółek, których aktualizacja zaczęła się właśnie za oceanem. Stoją więc rynki akcji przed wieloma znakami zapytania. Wydaje się, że ukształtowanie się jakiegoś trendu będzie możliwe dopiero po tym, gdy najważniejsze niewiadome wyjaśnią się, lub przynajmniej rynek będzie miał mocne przekonanie jak sprawy się rozwiną. Jeśli będzie się realizował scenariusz pozytywny, na rynkach pojawi się nowy kapitał. Jaką grupę akcji wybierze? Dziś otoczenie makroekonomiczne wspiera spółki typu Value, które w trudnych warunkach pokazały swoje zalety. Jednak sukces ten miał swój koszt. Spółki te stały się po prostu drogie. Gdy zrealizuje się „suma wszystkich strachów” i atmosfera ulegnie oczyszczeniu, rynki zaczną dostrzegać znowu spółki wzrostowe. Obecnie, jak się wydaje, ich największym wrogiem jest niechęć inwestorów oparta właśnie na tych lękach. Inwestorzy zaczną dostrzegać wartość biznesów i niskie wyceny, kiedy już zakończy się stosowanie zbiorowej odpowiedzialności wobec firm, które mają coś wspólnego z nowoczesnymi technologiami.

Na GPW mamy własne „punkty zwrotne”. Są to oczywiście rozwój sytuacji w Ukrainie, kwestia środków unijnych z KPO i w końcu wybory parlamentarne. Najważniejszy jest ten ostatni, jednak z uwagi na termin wyborów, przez większość roku będzie miał mniejszy wpływ, chyba że sondaże wskażą na tyle dużą przewagę któregoś z konkurentów, że rynek będzie mógł zacząć dyskutować o wyniku. Z kolei odblokowanie funduszy z KPO jest brane niemal za pewnik. Także uspokojenie sytuacji w Ukrainie uważane jest za scenariusz bazowy i jest to pogląd powszechny także na globalnych rynkach. Pogląd, naszym zdaniem, błędny. Na szczęście dla cen akcji, rynek dość szybko przyzwyczaja się do wszelkiego rodzaju kataklizmów i brak zakończenia wojny nie powinien istotnie wpłynąć na notowania. Jako pozytyw rynek postrzega zwycięstwo obecnej opozycji w jesiennych wyborach. Impulsem dla wzrostów będą także fundusze z KPO, choć te pojawią się fizycznie wiele miesięcy po dojściu do porozumienia z Brukselą. Oba te wydarzenia powinny zwiększyć zainteresowanie zagranicznych inwestorów naszym rynkiem, krajowi inwestorzy bardzo liczą na to, że napływ kapitału będzie impulsem do wzrostów. W takiej sytuacji pierwszym beneficjentem będą duże, płynne spółki, w które zainwestuje zagranica. Natomiast małe i średnie spółki skorzystają zapewne w drugim etapie, gdy popłyną do nich pieniądze z programów unijnych. Warto dodać, że jeżeli koniunktura gospodarcza okaże się lepsza od oczekiwań, „misie” będą się cieszyły zainteresowaniem w większym stopniu niż „blue chipy”.

3. Dynamika EPS (IBES, 12-month fwd)



Źródło: Refinitiv Datastream

POWRÓT OBLIGACJI

Powyższa analiza rentowności akcji i obligacji pozwala płynnie przejść do rozważań na temat tych drugich. Zaczniemy od rynków bazowych, a konkretnie Stanów Zjednoczonym i strefy euro. Od razu widać, że bardzo się różnią, amerykański cykl podwyżek jest daleko bardziej zaawansowany. Według słynnych „kropek” Fed cykl stopa Fed Funds zakończy w okolicach 5,25%. Z kolei rynek obligacji obawia się o recesję, która zmusi bank centralny do wcześniejszego naciśnięcia na hamulec. Jest zdania, że czeka nas z grubsza podwyżka o 50 pb. do poziomu 4,8% (stopa Fed implikowana z kontraktów terminowych na Fed Funds). Różnica w oczekiwaniach bankierów centralnych i inwestorów nie jest bardzo duża, ale jednak znacząca. Po ostatnim, zaskakująco niskim odczycie amerykańskiej inflacji, realizację tego wzrostu uczestnicy widzą poprzez dwie podwyżki po 25 pb.

W strefie euro sytuacja przedstawia się inaczej. Zaczniemy od tego, że EBC nie publikuje „kropek” ani niczego w tym rodzaju. W związku z tym rynek skazany jest na domysły. Uważam, że bank centralny wspólnego obszaru walutowego jest w tym wypadku rozgrzeszony, gdyż musi ustalić jedną stopę dla 20 bardzo różnych krajów. Z jego komunikacji wynika jednak jednoznacznie, że stopy będą podnoszone. Rynek wycenia podwyżki o jakieś 1,3 punktu procentowego i zakończenie cyklu już w III kwartale tego roku. Zważywszy na to, że inflacja jest istotnie wyższa niż w USA, 9,2% wobec 6,5%, zaś inflacja bazowa nadal rośnie, przewidywania rynku można oceniać w tym wypadku jako dość optymistyczne. Optymizm ten przejawia się także w tym, że wyceniane są obniżki stóp o 100 pb. do końca 2024 roku. W odróżnieniu od inwestorów, ekonomiści skłaniają się do poglądu, że stopa EBC wzrośnie do 3,5-3,75%, są zaś tacy co widzą ją powyżej 4%.





Ten rok nie będzie łatwy dla europejskiego rynku obligacji. Rozpoczęcie zacieśniania ilościowego trafi na rok rekordów, jeśli chodzi o emisje długu skarbowego przez kraje wspólnego obszaru walutowego. Podaż brutto wyniesie w 2023 1,4 bln EUR, czyli 180 mld EUR więcej niż w 2022, zaś podaż netto wzrośnie o 110 mld EUR do 610 mld EUR. Jeżeli teraz dodamy podaż wynikającą z QY, to rynek będzie musiał wchłonąć jakieś 730 mld EUR podaży netto. W zeszłym roku w ramach programu PSPP ECB skupił obligacje o wartości 110 mld EUR netto, co oznacza, że w 2022 rynek musiał zaabsorbować podaż długu skarbowego na poziomie 390 mld EUR. Różnica wynosi więc jakieś 340 mld EUR.

Nie wiadomo, kto ma rację, rynki finansowe dysponują znacznie mniejszą wiedzą o tym, co zrobią władze monetarne, niż one same. Samo jednak porównanie rozbieżności w oczekiwaniach bankierów centralnych i rynków obligacji wskazuje na to, że obligacje amerykańskie obciążone są niższym ryzykiem. Ponadto, z uwagi na mniejsze zaawansowanie cyklu podwyżek w strefie euro i tym samym dłuższy czas do momentu, kiedy okaże się kto miał rację, nakazuje dołożyć papierom europejskim dodatkową premię za ryzyko. Mamy też wojnę na naszym kontynencie, a największa gospodarka Unii, Niemcy, wystawiona jest na ogromne ryzyko chińskiej koniunktury. Z punktu widzenia alokacji w klasy aktywów, obligacje wygrywają. Wykres 2 pokazuje siłę względną akcji wobec obligacji (na podstawie indeksów globalnego rynku akcji i globalnego rynku obligacji). Po ogromnej przecenie w zeszłym roku, obligacje stały się tanie. Na ich korzyść przemawiają także wysokie rentowności. Spadki cen w 2022 rozpoczęły się, gdy rentowności były historycznie jednymi z najniższych i o stopie zwrotu z papierów dłużnych decydowały zmiany ceny. Obecnie generowany przez obligacje bieżący dochód pozwala w pewnym stopniu zamortyzować ewentualne spadki cen. Jak pisałem na początku, czeka na wysoka zmienność na rynkach finansowych i przyzwoite rentowności obligacji pozwolą inwestującym w nie spać spokojnie.

Dość optymistycznie można patrzeć na perspektywy polskich obligacji skarbowych. Cykl podwyżek zapewne się zakończył, finanse publiczne wyglądają przy pobieżnym oglądzie przyzwoicie, a przy głębszym spojrzeniu i tak dużo lepiej niż wiele zachodnioeuropejskich. Główne ryzyko płynie ze strony inflacji. Podobnie jak w strefie euro inflacja CPI spadła w grudniu, ale inflacja bazowa nadal rośnie. Dezinflacji napędzanej taniejącą energią nie należy już oczekiwać, do tego opuszczone zostaną tarcze antyinflacyjne. Skutkiem rozbieżności w polityce pieniężnej i perspektywach inflacji może być stromienie krzywej dochodowości. Przy obecnych stopach oznacza to wzrost dłuższego końca powyżej stopy referencyjnej. Dziesięcioletni punkt może więc wrócić w okolice 8%. Jeżeli do tego dojdzie wzrost innych ryzyk, np. blokada środków z KPO, wynik wyborów parlamentarnych czy rozwój sytuacji w Ukrainie, dwucyfrowa rentowność nie jest czymś, co nie wchodzi w rachubę. Jest to jednak scenariusz raczej skrajny. Zakładam, że polski rynek obligacji będzie beneficjentem polepszającej się globalnej atmosfery i z uwagi na atrakcyjne rentowności i (jednak) stabilność (choćby na tle Węgier) kapitał popłynie nań szerszym strumieniem.

TO JESZCZE NIE KONIEC

W pierwszej połowie ubiegłego roku ceny wielu surowców rosły dynamicznie, co oczywiście związane było z napaścią Rosji na Ukrainę. Kluczowe stały się nośniki energii, których podaż w Europie gwałtownie zmalała i co więcej, perspektywy powrotu rosyjskiego gazu i ropy stały się bardzo wątpliwe. Większość krajów europejskich, wobec zbliżającej się zimy, rozpoczęło gromadzenie zapasów, ich stan był bowiem dość niski. Wzmożony popyt i ograniczona podaż doprowadziły do gwałtownego wzrostu cen. Po odbudowaniu zapasów popyt spadł, a jednocześnie cały czas rosła podaż poprzez import gazu skroplonego drogą morską. Nic też dziwnego, że trend na rynkach gazu i ropy odwrócił się. To sytuacja dobrze znana z amerykańskiego rynku ropy, gdzie kluczową rolę pełni hub w Cushing i jeżeli z jakiegoś powodu kończy się przestrzeń magazynowa, cena ropy WTI gwałtownie spada. Powszechne zainteresowanie wzbudził przypadek sprzed kilku lat, gdy jeden z gatunków ropy handlowany był z ujemną ceną. Po prostu bardziej opłacało się dopłacić nabywcy, niż ponosić coraz wyższe koszty składowania. Pełne magazyny i lekka zima trzymają obecnie cenę gazu w ryzach. Tak jednak wcale nie musi być. Utrzymywanie wysokiego stanu zapasów jeszcze długo będzie priorytetem i istotne jego spadki będą generowały dodatkowy popyt, który pchnie ceny w górę. Podobnie jest z ropą naftową i jej produktami. W przypadku metali przemysłowych kluczowe są Chiny. Jeżeli gospodarka tego kraju ruszy, ich ceny pójdą do góry. To, jak będzie wyglądała koniunktura w Chinach, zależy także od globalnej koniunktury, ale nie tak mocno jak jeszcze kilka lat temu z uwagi na wzrost znaczenia konsumpcji krajowej. Ta zaś, po zakończeniu polityki „zero covid” i przejściu fali zakażeń, będzie miała się dobrze.

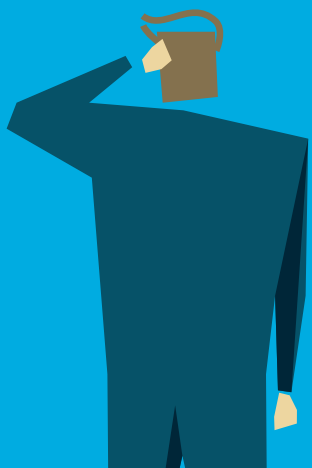


Ceny surowców energetycznych są obecnie niższe, niż przed wojną a sytuacja jest jednak znacznie bardziej napięta, niż wtedy. Także same dostawy nie przebiegają tak płynnie. Nie jest więc zasadne założenie, że taka sytuacja jest permanentna. Wzrost ceny ropy i gazu o 20% z obecnych poziomów będzie uzasadniony bilansem podaży i popytu. Surowce nie powiedziały jeszcze ostatniego słowa. Nawet jednak, jeśli ktoś uważa, że surowce nie zdrożają, warto mieć je w portfelu. Ubiegły rok pokazał, że wbrew temu co działo się w poprzednich latach, są one bardzo nisko skorelowane z innymi klasami aktywów w sytuacjach zawirowań geopolitycznych. Te zaś będą się zdarzać, co pokazała inwazja Rosji na Ukrainę.

5. Rynki surowców od wybuchu pandemii



I CO TERAZ?




Niepewność i jej konsekwencja, zmienność, są kluczem do określenia okazji inwestycyjnych na ten rok. Najlepsze bowiem zakłady, udane w 100%, w trakcie ich trwania będą się cechowały takim skokami wycen, że mogą zmusić wielu inwestorów do ich przedwczesnego zamknięcia. Dlatego, choć to jest zawsze ważne, w 2023 roku portfel musi być dopasowany w zakresie podejmowania ryzyka. Niestety, nie znamy inwestycji, które przyniosą na 100% pewny zysk, natomiast przy nakreślonych wyżej scenariuszach można się pokusić o wskazanie tych klas aktywów, które wygrają. Nie sądzimy jednak, że będzie to zwycięstwo miażdżące, gdyż poziom niepewności jest wysoki. Jeżeli założyć skalę niedoważenia/przeważenia od -2 do +2 to żadna klasa aktywów nie dostanie od nas +2. Z drugiej strony, nasza ocena sytuacji wskazuje na to, że większość klas aktywów przyniesie zyski.

Zakładając, że istnieją dwa rodzaje inwestorów, ostrożny i odważny, różniący się poziomem apetytu na ryzyko, możemy przy opisanych wcześniej założeniach wskazać dwa modele alokacji. Inwestor ostrożny powinien trzymać się mniej zmiennych obligacji, o krótkim terminie do wykupu, niezależnie od tego czy mówimy o obligacjach stałokuponowych czy zmiennokuponowych. Na krótkim końcu krzywej mamy wyższe rentowności i mniejszą podatność na ryzyko. Z akcji polskich preferencje powinny być skierowane raczej na duże spółki, z przyczyn o których pisałem wyżej. Jeśli chodzi o akcje zagraniczne, to lepszym wyborem dla ostrożnego będą spółki Value. W razie hossy nie wzrosną tak jak spółki Growth, ale jednak wzrosną. W razie gorszego obrotu sytuacji będą zdecydowanie bezpieczniejszą inwestycją.

Inwestor odważny powinien skorzystać z nadarzających się okazji. Rok 2023 może okazać się jednym z najlepszych dla obligacji i aby to wykorzystać najlepsze są papiery stałokuponowe o wysokim duration, czyli dalsza część krzywej dochodowości. Jak najbardziej można się trzymać rynku polskiego. Jeśli chodzi o okazje na rynku akcji polskich, to będą to raczej małe i średnie spółki z uwagi na znacznie większy potencjał do wzrostu i wyższą betę na wzrost gospodarczy. Za granicą zainteresować odważnego powinny spółki wzrostowe. Historyczne stopy zwrotu nie powinny być podstawą do podejmowania decyzji inwestycyjnych, ale był czas kiedy spółki Growth pokazały na co je stać.

Obaj inwestorzy nie powinni zapomnieć o dodaniu do portfela surowców. Ostrożny bardziej z uwagi na dywersyfikację i poprawę parametrów portfela jakie te zapewniają, odważny także z myślą o wzrostach, które jak pisałem, nie są niemożliwe. Powyższe portfele to oczywiście bardzo ogólne podejście do kwestii, natomiast dość dobrze ukazujące nasze zdanie na temat możliwych wariantów rozwoju sytuacji i ich wpływu na wartość inwestycji. Tylko dlatego, że 2022 był bardzo trudny, nie oznacza, że 2023 będzie dobry. Przynajmniej jednak startujemy z rozsądnego poziomu cen, zwłaszcza obligacji czy spółek Growth, a taka okazja dość dawno już się nie zdarzyła. Czy pojawia się jakiś nowy „czarny łabędź”, z samej definicji „czarnego łabędzia” nie wiadomo. Fundamentalnie zaś podchodząc do analizy, sytuacja makroekonomiczna nie jest zła. Mamy nadzieję, że ten rok pozwoli nam wszystkim przynajmniej trochę odzyskać dobre samopoczucie po roku 2022.



**Więcej opracowań
rynkowych znajdziesz
na skarbiec.pl**

Niniejszy dokument jest jedynym materiałem informacyjnym do użytku odbiorcy. Nie powinien być rozumiany jako materiał o charakterze doradczym lub jako podstawadopodejmowania decyzji inwestycyjnych. Nie powinien też być rozumiany jako rekomendacja inwestycyjna. Wymagane prawem informacje dotyczące subfunduszy, w tym o czynnikach ryzyka inwestycyjnego znajdują się w prospekcie informacyjnym Skarbiec FIO i Kluczowych Informacjach dla Klientów, dostępnych w siedzibie Skarbiec TFI S.A., w serwisie skarbiec.pl i w sieci sprzedaży. Subfundusze nie gwarantują osiągnięcia określonego celu i wyniku inwestycyjnego, a Uczestnik ponosi ryzyko utraty części wpłaconych środków. przyszłości, są wynikiem inwestycyjnym osiągniętym w konkretnym okresie historycznym. Skarbiec TFI S.A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.