



Rynek długu

We wrześniu najbardziej wyczekiwaną przez rynki informacją była decyzja Rady Polityki Pieniężnej odnośnie stóp procentowych. Konsensus rynkowy zakładał cięcie kosztu pieniądza o 25pb, tymczasem główna stopa NBP została obniżona aż o 75pb - z 6,75% do 6,00%! To największa, jednorazowa obniżka od 2008 roku i duże zaskoczenie, zwłaszcza że żadna z wcześniejszych wypowiedzi członków rady nie sugerowała zmian już we wrześniu, tym bardziej w takiej skali. Reakcja ze strony inwestorów była natychmiastowa i najbardziej widoczna na rynku walutowym, gdzie złoty w jednej chwili stracił względem dolara i euro kilkanaście groszy. W przypadku rynku obligacji decyzja spowodowała umocnienie krótkiego końca krzywej dochodowości (wzrost cen w sektorze obligacji o zapadalności do 5 lat) i jednocześnie osłabienie (spadek cen) papierów o dłuższych terminach wykupu.

W skali całego miesiąca rentowność papierów dwu- i pięcioletnich spadła odpowiednio o 0,35 i 0,1 pkt proc., do 5,02% i 5,25%. Dziesięciolatki o stałym kuponie zwiększyły swoją dochodowość z 5,57% do 5,90%.

W uzasadnieniu decyzji rady prezes NBP Adam Glapiński zauważył m.in., że inflacja CPI jest już jednocyfrowa, co stanowi spełnienie warunku, o jakim wspominał przy okazji wystąpienia w lipcu. Dodał, że obniżka stóp o 75 punktów jest niejako próbą nadgonienia zaległych działań mających na celu obniżenie kosztu pieniądza; dotąd rada – jak stwierdził - wykazywała dużą roztropność i rozwagę chcąc upewnić się, że proces dezinflacji jest trwały i będzie dalej postępował. W wypowiedzi prezesa zabrakło jasnych wskazówek dotyczących tego jakie warunki muszą zostać spełnione aby rada kontynuowała cykl. Zmiany w stopach, mają być uzależnione od napływających danych makroekonomicznych jednak oficjalny odczyt wrześniowej inflacji (8.2% r/r) okazał się sporo niższy od wstępnych szacunków (8.5% r/r), co daje radzie mocny argument do dalszego luzowania polityki monetarnej.

Na wrześniowym posiedzeniu Europejski Bank Centralny zgodnie z oczekiwaniami podniósł stopy procentowe o 25pb - refinansową do 4,5% a depozytową do 4,00%. W opinii Rady Prezesów ECB wysoka inflacja w strefie euro utrzymuje się zbyt długo; obecny, podwyższony poziom stóp musi pozostać na odpowiednio długi okres, co powinno w istotny sposób przyczynić się do szybkiego powrotu inflacji do celu. Swoje dalsze decyzje ECB uzależnia od napływających danych, a kluczowe będą trzy aspekty: bieżąca presja inflacyjna, perspektywy inflacji oraz siła mechanizmu transmisji polityki pieniężnej.

Stopy FED po wrześniowym posiedzeniu nie uległy zmianie (5,25-5,5%), co zgodnie z wypowiedzią Jerome Powella, nie oznacza końca cyklu podwyżek. W czasie konferencji prezes FED powiedział, że pozostawienie stóp procentowych bez zmian nie oznacza, że osiągnęły one docelowy poziom, a pozytywne sygnały o hamującej inflacji wymagają przekonujących dowodów na to, że została ona opanowana. Wszelkie decyzje podejmowane będą na podstawie napływających danych.

Jastrzębie nastawienie w politykach pieniężnych FED i ECB przyczyniło się do kontynuacji przecen obligacji państw strefy euro i w USA. W ubiegłym miesiącu rentowność niemieckich 10-latek wzrosła z 2,46% do 2,83% a amerykańskich z 4,11% do 4,57%.

We wrześniu, na przetargu zamiany Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje za 6,8 mld PLN przy popycie 7,7 mld PLN. Najwięcej odkupiono obligacji zmiennokuponowych WZ0524 (ok.2,9 mld PLN), natomiast największym zainteresowaniem inwestorów cieszyły się obligacje o stałym kuponie WS0429 (3,4 mld PLN). Na drugim w miesiącu, regularnym przetargu uplasowano papiery o wartości 8,3mld PLN (popyt przekroczył PLN14 mld PLN). Tym razem największy udział w sprzedaży miały papiery 5-letnie o stałym kuponie. Po aukcji ogłoszono, że stopień sfinansowania potrzeb pożyczkowych na 2023 wg znowelizowanej ustawy budżetowej wyniósł ok. 98% a poziom prefinansowania potrzeb na 2024 rok wynosi ok. 5%.



Rynek akcji polskich

Wrzesień przyniósł kontynuację przeceny na warszawskim parkiecie. Jednak GPW nie wyróżniała się w tym względzie, gdyż podobne nastroje panowały na innych rynkach. Czynnikiem, który najsilniej oddziaływał na pogorszenie się sentymentu, była nieprzejednana postawa FOMC. Komitet decydując o kolejnej podwyżce stóp procentowych, jasno dał do zrozumienia, że warunki monetarne pozostaną zaostrzone na dłużej. W rezultacie obserwowaliśmy odwrót inwestorów od aktywów ryzykownych.

Ubiegły miesiąc obfitował również w wydarzenia na rynku lokalnym. RPP, idąc pod prąd wobec największych banków centralnych, zdecydowała się na obniżenie stóp procentowych. Trudno oprzeć się wrażeniu, że decyzja o cięciu stóp była podyktowana kalendarzem wyborczym, ponieważ chociaż inflacja spadła, jej powrót do celu coraz bardziej się opóźnia. Choć obniżka stóp była w pewnym stopniu oczekiwana przez analityków, wywołała negatywną reakcję na kursach banków.

Na krajowym rynku paliw również działo się sporo. "Specjalna" polityka cenowa wprowadzona przez Orlen wprowadziła analityków i komentatorów w konsternację. Spółka sprzedawała paliwo poniżej parytetu importowego, co pozwoliło utrzymać ceny paliw na stacjach w okolicach 6 zł/l, mimo rosnących cen ropy i umocnienia dolara. Wiązało się to jednak ze stratami dla inwestorów i ryzykiem niedoboru paliwa na rynku.

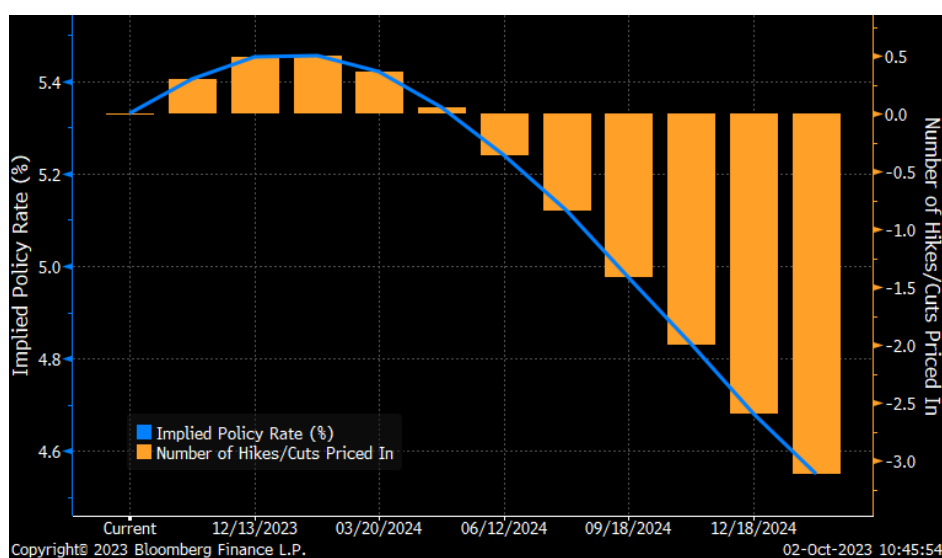
Wrzesień to także data premiery długo oczekiwanego dodatku do gry "Cyberpunk 2077". Po, delikatnie mówiąc, nieudanej premierze podstawowej wersji gry, CD Projekt przez dwa lata pracował nad jej poprawą oraz produkcją dodatku. Rozszerzenie o nazwie "Widmo wolności" zostało dobrze przyjęte przez recenzentów i graczy. Jednak sama premiera, zgodnie z zasadą "sprzedawaj fakty", przyniosła dynamiczną przecenę walorów dewelopera.

Trudno jednoznacznie ocenić, czy wrześniowe spadki były wywołane globalną sytuacją, czy też reakcją rynku na kampanijne zapowiedzi i zabiegi. Można jednak spodziewać się, że końcowa faza kampanii i październikowe wybory przyniosą jeszcze więcej zmienności na rynku.



Globalny Rynek Akcji

Centrum uwagi na globalnych rynkach we wrześniu skupione było na wokół wzrostów rentowności długu rządowego w USA. Dochodowość amerykańskich 10-latek zwiększyła się o 50 pb do 4,6%, podczas gdy 2-latek do 5% i w efekcie zanotowaliśmy wyprostowanie amerykańskiej krzywej dochodowości do poziomu – 47 pb. Retoryka Fed pozostaje niezmiennie jastrzębia, a spadek inflacji nieco wyhamował w ostatnim czasie, lecz dotyczy to głównego wskaźnika, podczas gdy dynamika inflacji bazowej konsekwentnie obniża się (do 4,3% w sierpniu). W przeciwieństwie do niektórych banków centralnych, FOMC poważnie traktuje ideę celu inflacyjnego i wydają się pogodzone z rzeczywistością „*higher for longer*” i obecne oczekiwania rynkowe zakładają pierwszą obniżkę dopiero w II kwartale 2024 r., co widać na poniższym wykresie.



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

W tle dodatkowo mieliśmy silny wzrost cen na rynku paliw, co wzmaga obawy o przyszłe tempo dezinflacji, gdyż co prawda wzrost cen ropy będzie miał bezpośredni wpływ na dynamikę inflacji CPI, lecz w dalszych okresach skanalizuje się także pośrednio w dynamice inflacji bazowej. Zasadniczo, jest to zgodne z naszym scenariuszem, że po dość szybkim „zejściu” z góry inflacyjnej nastąpi stopniowe wyhamowanie tempa wzrostu cen i osiągnięcie docelowych 2% zapewne zajmie co najmniej kilka kwartałów (konsensus w Bloombergu zakłada 2026 r.). Niestety, historia dość wyraźnie dowodzi, że sprowadzenie rozkręconej inflacji do poziomów organicznych zajmuje więcej czasu niż rynki początkowo zakładają, a dokonanie tego przy pomocy wysokich stóp i braku recesji jest zadaniem niezwykle trudnym. W negatywnym scenariuszu zakładamy wystąpienie recesji w USA, gdy bardziej osłabi się amerykański konsument. Od wielu miesięcy stopa oszczędności amerykańskich gospodarstw domowych oscyluje na historycznie niskich poziomach (<4%) przy rosnących kosztach utrzymania, wśród których szczególnie należy wyróżnić koszty ochrony zdrowia. Z drugiej strony, wciąż obserwujemy relatywnie niskie poziomy zadłużenia bilansów i dochodu rozporządzalnego gospodarstw domowych, lecz trudno oczekiwać, iż przy tak wysokich stopach procentowych, konsumpcja będzie stymulowana wzrostem zadłużenia. Podsumowując, nieco w kontrze do rynku w bazowym scenariuszu zakładamy stosunkowo miękkie lądowanie w amerykańskiej gospodarce i nie zdziwi nas, jeśli

w kolejnych miesiącach będziemy obserwować pozytywne rewizje prognoz wzrostu gospodarczego w USA na 2024 r. (obecnie 0,9% r/r).

Tymczasem przechodząc do krótkiego terminu, rynki akcji mają za sobą mało spokojne wakacje, w czasie których indeksy S&P 500 oraz NASDAQ100 od szczytu z końca lipca „oddały” po ok. 7%. We wrześniu parkietom w USA ciążyło także ryzyko braku porozumienia w Kongresie dot. budżetu i paraliżu administracyjno-fiskalnego. W ostatniej chwili udało się tego uniknąć, lecz ryzyko pozostało, aczkolwiek odsunięte w czasie do 17 listopada. Od dużych spółek gorzej poradziły sobie małe spółki w USA, obrazowane indeksem Russell 2000, który zniżył w tym samym czasie o niemal 11%. Tradycyjnie, znacznie ciekawsze procesy przebiegały na poziomie sektorowym, gdyż sektor biotechnologiczny (mierzony zachowaniem ETFa SPDR S&P Biotech) stracił w analogicznym ruchu niemal 20%, a sektor czystych technologii mierzony indeksem MSCI Global Alternative Energy ponad 26%. Korekta nie oszczędziła większości sektorów, a w gronie spółek z S&P 500 najmocniej zniżyli reprezentanci sektora użyteczności publicznej, przemysłu oraz technologii. Na bazie zwyżkujących cen ropy wrzesień „nad wodą” zakończyły tylko spółki paliwowe.

| KLASA AKTYWÓW | INDEKS (29.09.2023) | 1M | YTD | 3M | 6M | 12M | 24M | 36M |
|---------------|-----------------------------------|--------|---------|--------|--------|---------|---------|---------|
| AKCJE | Indeks VIX | 29,11% | -19,15% | 28,92% | -6,31% | -44,59% | -24,29% | -33,56% |
| | MSCI Emerging Markets | -2,81% | -0,38% | -3,71% | -3,79% | 8,79% | -23,97% | -11,94% |
| | MSCI World Value | -3,04% | -0,07% | -2,46% | -0,31% | 14,11% | -2,70% | 25,31% |
| | MSCI World | -4,45% | 9,63% | -3,83% | 2,21% | 19,95% | -5,10% | 20,53% |
| | MSCI World Small Cap | -5,45% | 1,48% | -4,78% | -2,27% | 12,04% | -17,28% | 14,62% |
| | MSCI World Growth | -5,72% | 20,09% | -5,06% | 4,56% | 25,58% | -8,83% | 14,24% |
| FX I SUROWCE | Ropa Brent | 9,73% | 10,94% | 27,25% | 19,48% | 8,36% | 21,38% | 132,75% |
| | EURPLN | 3,36% | -1,29% | 4,34% | -1,17% | -4,76% | 0,33% | 2,09% |
| | Bloomberg Dollar Spot Index | 2,08% | 1,55% | 2,67% | 2,90% | -5,35% | 8,65% | 7,53% |
| | Bloomberg Commodity Index | -1,12% | -7,06% | 3,31% | -0,63% | -5,96% | 4,05% | 47,97% |
| | Złoto spot | -4,72% | 1,35% | -3,68% | -6,13% | 11,32% | 5,22% | -1,97% |
| DŁUG | Bloomberg Global High Yield Index | -1,59% | 5,05% | -0,17% | 1,84% | 13,41% | -8,95% | -0,31% |
| | Bloomberg Global Aggregate Index | -2,92% | -2,21% | -3,59% | -5,06% | 2,24% | -18,65% | -19,39% |

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Na rynkach akcji w połowie października wejdziemy w okres raportowania wyników kwartalnych przez spółki, co zwyczajowo podniesie temperaturę notowań. Dla spółek z S&P 500 zagregowana dynamika przychodów (wg. konsensusów Bloomberg) powinna wynieść nieco ponad 2% r/r, a zysków netto ponad 12% r/r. Dla spółek europejskich zgrupowanych w indeksie STOXX Europe 600 analogiczne oczekiwania wynoszą -3,45% r/r oraz +10,06% r/r. Oczekiwania nie są wygórowane i zapewne będziemy obserwować wiele pozytywnych zaskoczeń na poziomie głównych pozycji rachunku zysków i strat, lecz jak zwykle diabeł tkwi w szczegółach. Kluczowe będą wstępne prognozy i komentarze odnośnie 2024 r., gdyż wyniki za pierwsze półrocze wespół z prognozami na cały 2023 r. dały dość dobry obraz, tego co nas czeka w II połowie roku. W naszej ocenie niezmiennie kluczowe jest pozycjonowanie się w spółkach o czytelnych przewagach konkurencyjnych, silnych trendach bazowych oraz wysokiej jakości bilansach, gdyż tylko takie podmioty będą w stanie zwiększać udziały w rynku i powrócić do wyższych dynamik wzrostu, gdy główne gospodarki trwale wrócą na ścieżkę wzrostu. Z pewnością należy unikać spółek, gdzie występuje presja na marże i niska dźwignia operacyjna, gdyż w inflacyjnym środowisku i słabnącym konsumencie trudno będzie nawet w średnim terminie odbudować utracone marże.

| INDEKSY (29.09.2023) | 1M | YTD↑ | 3M | 6M | 12M | 24M | 36M |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| STOXX 600 Europe | -1,74% | 5,96% | -2,54% | -1,66% | 16,08% | -1,01% | 24,68% |
| Nikkei 225 | -2,34% | 22,09% | -4,01% | 13,61% | 22,83% | 8,17% | 37,41% |
| MSCI Emerging Markets | -2,81% | -0,38% | -3,71% | -3,79% | 8,79% | -23,97% | -11,94% |
| Dow Jones Industrial Average | -3,50% | 1,09% | -2,62% | 0,70% | 16,65% | -0,99% | 20,61% |
| DAX | -3,51% | 10,51% | -4,71% | -1,55% | 27,01% | 0,82% | 20,58% |
| WIG | -4,43% | 13,81% | -2,80% | 11,58% | 42,26% | -7,03% | 32,35% |
| S&P 500 | -4,87% | 11,68% | -3,65% | 4,35% | 19,59% | -0,45% | 27,51% |
| NASDAQ Composite | -5,81% | 26,30% | -4,12% | 8,16% | 25,00% | -8,51% | 18,37% |
| Russell 2000 | -6,03% | 1,35% | -5,49% | -0,96% | 7,23% | -19,02% | 18,40% |

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Podsumowując, zakładamy że do końca roku zachowanie rynków akcji będzie obarczone większą zmiennością, gdyż wydaje się, iż weszliśmy w końcową fazę spowolnienia w głównych gospodarkach, co zazwyczaj zwiastuje większy poziom zaskoczeń dla inwestorów.



NOTA PRAWNA

Niniejszy materiał („Dokument”) ma charakter informacyjny, skierowany jest do uczestników funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez IPOPEMA TFI S.A. („Towarzystwo”). Jakiegokolwiek utrwalanie, powielanie (zwielokrotnianie), redystrybuowanie (wprowadzanie do obrotu) lub rozpowszechnianie w jakikolwiek sposób Dokumentu lub informacji w nim zawartych na rzecz osób trzecich, w tym publiczne wystawienie, wyświetlenie, odtwarzanie, także w drodze publikacji elektronicznej, wymaga uprzedniej zgody Towarzystwa.

Dokument wyraża wiedzę oraz poglądy jej autorów, według stanu na dzień sporządzenia komentarza. Dokument może zawierać sformułowania i poglądy dotyczące przyszłych wydarzeń. Towarzystwo nie gwarantuje, że prognozy będą pokrywały się z rzeczywistymi danymi w przyszłości. Dokument nie może stanowić wystarczającej podstawy do podjęcia decyzji o skorzystaniu z usługi Towarzystwa lub nabyciu jednostek uczestnictwa Funduszu. Wszelkie informacje zawarte w niniejszym materiale pochodzą ze źródeł własnych Towarzystwa lub źródeł zewnętrznych uznanych przez Towarzystwo za wiarygodne. Towarzystwo nie może zagwarantować poprawności i kompletności informacji zawartych w Dokumencie. Dane zawarte w Dokumencie mogą podlegać zmianie w każdym momencie, bez uprzedniego powiadomienia. Towarzystwo nie ponosi odpowiedzialności za szkody powstałe w wyniku wykorzystania materiału niezgodnie z jego przeznaczeniem. Towarzystwo nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne osób, które zapoznały się z niniejszym materiałem. W przypadku zamiaru podjęcia decyzji inwestycyjnych zalecamy kontakt z Towarzystwem, celem uzyskania aktualnych informacji.

Wymagane prawem informacje, w tym szczegółowy opis czynników ryzyka, zawarte są w prospekcie informacyjnym funduszu, statucie funduszu dostępnych w siedzibie Towarzystwa oraz w treści kluczowych informacji dla inwestorów, dostępnych w miejscach zbywania i odkupywania jednostek uczestnictwa Funduszu oraz u dystrybutorów.

Fundusze nie gwarantują realizacji założonego celu inwestycyjnego, ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Inwestycje w Fundusze wiążą się z ryzykiem inwestycyjnym, należy liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części wpłaconych środków. Osiągnięta stopa zwrotu z inwestycji nie jest równoznaczna z wynikiem osiąganym przez Fundusze i zależy od wartości nabywanych jednostek uczestnictwa, okresu ich nabycia i zbycia, poziomu opłat oraz zapłaconych podatków.

IPOPEMA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. z siedzibą w Warszawie przy ul. Próżnej 9, 00-107 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział

Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000278264, REGON 140903771, NIP 1080003069. IPOPEMA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. działa na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 13 września 2007 roku.

Material przeznaczony dla dystrybutorów oraz Uczestników FIO i FIZ.