



Rynek długu

Wrzesień przyniósł dalszą falę wzrostów rentowności na polskim rynku obligacji skarbowych. Indeks TBSP Poland odnotował stratę rzędu 2,10%, a krzywa obligacyjna zniwelowała poziom odwrócenia z -97 p.b do -29 p.b. Globalne rynki długu pozostawały pod presją decyzji głównych banków centralnych. W minionym miesiącu ECB podniósł stopy procentowe o 75 p.b., ustalając stopę referencyjną na poziomie 1,25%. Rekordowo wysoka dynamika inflacji w eurozonie, na poziomie 9,1%, wraz z szybującymi cenami energii, zmusiły ECB do zdecydowanego ruchu. Prezes Lagarde, zapowiedziała dalsze podwyżki na najbliższych posiedzeniach oraz pełną determinację ECB do sprowadzenia inflacji do celu. Podwyżkę o tej samej skali już trzeci raz z rzędu dostarczył amerykański FED (target range 3%-3,25%), zaskakując jednocześnie rynek wyraźnym wzrostem projekcji przyszłych poziomów stóp procentowych (dot plot). Mediana projekcji wskazuje na to, iż FED miałby jeszcze w tym roku podnieść stopy o 125 p.b., a w przyszłym ich docelowy poziom miałby sięgnąć nawet przedziału 4,50%-4,75%. Przewodniczący Powell ponownie powtórzył, że walka z inflacją wymaga naruszenia wzrostu gospodarczego oraz może wiązać się z podwyższonym poziomem bezrobocia. W kraju NBP zgodnie z oczekiwaniami dokonał „skromnej” podwyżki o 25 p.b.(stopa referencyjna 6,75%) nie rozstrzygając o zakończeniu cyklu, sugerując jednak, że przestrzeń do zacieśniania jest już wyraźnie ograniczona. Na koniec miesiąca jednak, standardowy kontrakt FRA na przestrzeni 6 miesięcy wyceniał docelowy poziom stopy referencyjnej na poziomie 7,5%. Wyraźna zwyżka oczekiwań od momentu decyzji RPP spowodowana była kolejnym silnym zaskoczeniem odczytu dynamiki inflacji CPI na poziomie 17,2% r/r (oczekiwano 16,4%). Dodatkowo niepewności pod koniec miesiąca dodała eskalacja ryzyk geopolitycznych w postaci wysadzenia nitek rurociągów Nord Stream 1 i 2. Zepchnęło to kurs EUR i USD do okolic 0,96, a w efekcie doprowadziło również do historycznego osłabienia złotego względem amerykańskiego dolara na poziomie 5.00.

W całym miesiącu rentowności polskich obligacji skarbowych wzrosły dla poszczególnych tenorów odpowiednio z 6,13% do 7,15% dla 10 lat, z 6,66% do 7,37% dla 5 lat i dla 2 lat z 6,67% do 6,99%. Na głównych rynkach długu rentowności niemieckich 10 latek wzrosły z 1,54% do 2,11%, a amerykańskich z 3,12% do 3,74%.



Rynek akcji polskich

Wrzesień nie należał do udanych miesięcy na rynkach akcji. Wzrosty wycen na światowych parkietach w pierwszej części miesiąca zostały zatrzymane za sprawą kolejnego zaskakująco wysokiego odczytu amerykańskiej inflacji. Był to kolejny raz, kiedy wzrost cen w Stanach Zjednoczonych okazał się większy od oczekiwań analityków. W połączeniu z żelazną retoryką FED podkreślającą determinację w walce z inflacją rozwiąło to wszelkie nadzieje na rychłe luzowanie warunków monetarnych w największej gospodarce świata, a wzrost rentowności obligacji oraz umocnienie się dolara rozlało się na pozostałe klasy aktywów.

Czynnikiem dodatkowo pogarszającym sentyment - zwłaszcza na Starym Kontynencie - była eskalacja konfliktu rosyjsko - ukraińskiego za jaką uważa się rozpoczęcie mobilizacji w kraju agresora w odpowiedzi na pasmo sukcesów odnoszonych przez ukraińską armię. Ogłoszona przez Rosję aneksja czterech regionów znajdujących się częściowo pod okupacją, prawie uniemożliwia budowanie scenariuszy pokojowych w krótkim, a nawet średnim

terminie. W rezultacie niemal wszystkie parkiety rynków rozwiniętych znalazły się na solidnych jedno, a miejscami, dwucyfrowych minusach.

Na tym tle nie wyróżniała się znacząco Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie. Inwestorzy nad Wisłą obok trwającego konfliktu zbrojnego, europejskiego kryzysu energetycznego oraz ogólnoświatowej ucieczki do dolara, musieli się zmierzyć z lokalnymi przeciwnościami. Chaos informacyjny wywołany nieprecyzyjną, a w zasadzie nieprzygotowaną, propozycją nowej daniny spotkał się z żywiołową reakcją inwestorów. Najgłębszej przecenie na fali spekulacji o „podatku od zysków nadzwyczajnych” uległy spółki wydobywcze i energetyczne, ale cały rynek ogarnęło dalsze pogorszenie sentymentu. Warszawski Indeks Giełdowy stracił w całym wrześniu 8,38%, a grupujący największych emitentów WIG20 niemal 10%. Pośród blue-chips tylko jeden emitent mógł pochwalić się wzrostem kursu we wrześniu. Był nim CD Projekt – wydany przez spółkę na platformie Netflix serial okazał się niespodziewanym sukcesem poprawiając statystyki sprzedaży ostatniego tytułu wydanego przez studio (CP77).

Opisywane wydarzenia sprowadziły wyceny spółek na warszawskiej giełdzie do poziomów zbliżonych do covidowej wyprzedazy. Dziś źródła problemów są zupełnie inne niż w pamiętnym roku 2020, ale wspólnym mianownikiem jest wszechobecna niepewność. Ta ostatnia odpowiada za znaczną część obserwowanych obecnie zniżek. Sama poprawa rynkowego sentymentu może zatem przynieść mocne odreagowanie, ale uzależniona będzie głównie od sytuacji za naszą wschodnią granicą.



Globalny Rynek Akcji

We wrześniu na rynkach obserwowaliśmy kumulację negatywnych tendencji, które uwidoczniły się w końcu sierpnia. Rynki akcji bardzo nerwowo zareagowały na odczyt inflacji CPI z USA (8,3% vs oczekiwane 8,1%), co przestraszyło inwestorów, iż wysoka inflacja zostanie z nami na dłużej, a co za tym idzie, także wyższe stopy procentowe. Obecne oczekiwania rynkowe zakładają docelowy wzrost stopy funduszy federalnych w obecnym cyklu zacieśniania do 4,5% w 2023 r. Warto przypomnieć, iż na koniec półrocza analogiczne oczekiwania zakładały dojście do poziomu 3%, zatem w ciągu minionego kwartału rynki zdyskontowały wzrost stóp procentowych w USA powiększony o 50%. Szczególnie to widać na globalnym rynku długu, który w III kwartale zniżył o niemal 7%, a od początku roku o niemal 20%. Niewątpliwie jest to sytuacja bez precedensu, gdyż tak głębokich spadków na tym rynku nie widzieliśmy od bardzo dawna tj. od przełomu lat 70-ych i 80-ych. Siłą rzeczy wzrost globalnych rentowności negatywnie wpłynął na rynki akcji oraz ponownie obserwowaliśmy znaczne umocnienie dolara amerykańskiego do pozostałych walut obrazowane indeksem Bloomberg Dollar Spot. Spowodowało to przecenę na rynkach surowcowych, w tym na rynku złota, podczas gdy ceny srebra i platyny zakończyły wrzesień „na plusie”.

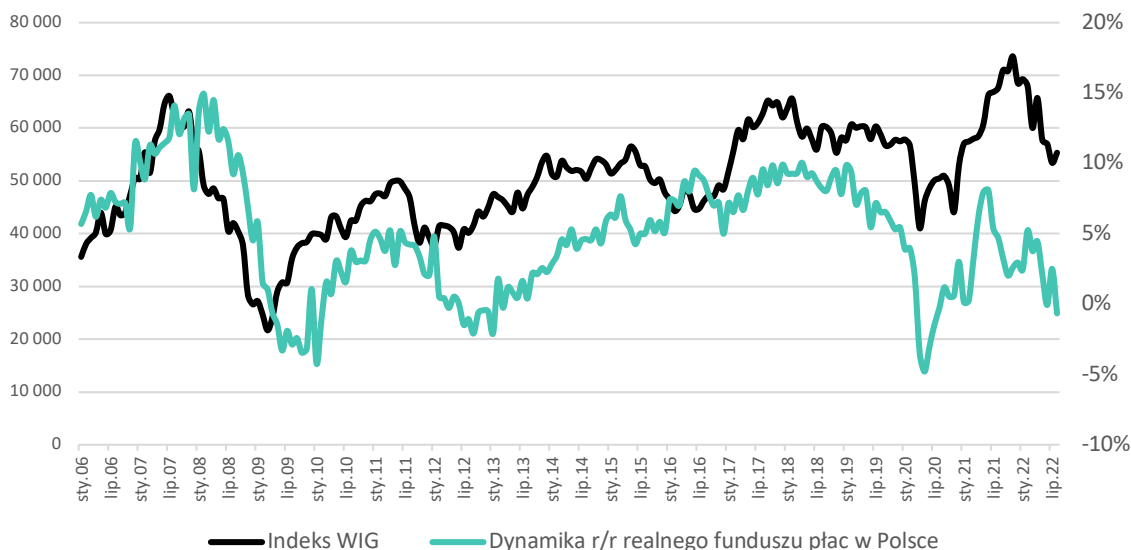
KLASA AKTYWÓW	INDEKS	YTD	↑ 1M	3M	6M	12M	36M
AKCJE	Indeks VIX	83,62%	22,23%	10,14%	53,79%	36,65%	94,70%
	MSCI World Value	-20,10%	-8,76%	-7,85%	-19,10%	-14,73%	-1,87%
	MSCI World	-26,40%	-9,46%	-6,58%	-22,09%	-20,89%	9,11%
	MSCI World Growth	-32,82%	-10,19%	-5,23%	-25,52%	-27,40%	17,68%
	MSCI World Small Cap	-27,60%	-10,46%	-5,67%	-22,29%	-26,17%	3,64%
	MSCI Emerging Markets	-28,91%	-11,90%	-12,48%	-23,30%	-30,11%	-12,51%
CE SUROW FX I	Bloomberg Dollar Spot Index	13,98%	3,23%	6,13%	12,23%	14,79%	9,73%
	EURPLN	5,87%	2,86%	3,35%	4,46%	5,35%	11,11%
	Złoto spot	-9,22%	-2,95%	-8,12%	-14,29%	-5,48%	12,78%

	Bloomberg Commodity Index	12,42%	-8,35%	-4,75%	-10,39%	10,65%	43,34%
	Ropa Brent	13,09%	-8,84%	-23,39%	-18,49%	12,02%	44,72%
DUG	Bloomberg Global High Yield Index	-19,15%	-5,09%	-2,74%	-14,27%	-19,72%	-9,55%
	Bloomberg Global Aggregate Index	-19,89%	-5,14%	-6,94%	-14,63%	-20,43%	-16,24%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Tematem numer jeden pozostaje oczywiście dynamika inflacji w USA i oczekiwane działania Fed, gdyż w istocie Fed jest jedynym bankiem centralnym, który ma wpływ na globalny poziom stóp procentowych. Inflacja w USA jest nadal uporczywie wysoka, lecz warto spojrzeć nieco głębiej na publikowane dane. Najbardziej inflacjogenny czynnik kryje się w sektorze usług, który z ogólnego wzrostu inflacji 8,3% r/r odpowiada za 3,5 pp, podczas gdy stopniowo maleje kontrybucja surowców i cen energii, co niekoniecznie dziwi, jeśli zauważymy, że Bloomberg Commodity Index po raz drugi od inwazji na Ukrainę znalazł się poniżej poziomu sprzed wojny. Ponadto, w amerykańskich przedsiębiorstwach cały czas rosną poziomy zapasów, co będzie skutkowało obniżaniem cen części dóbr i spadkiem dynamiki cen dóbr trwałego użytku. Natomiast patrząc od strony popytowej, stopa oszczędności amerykańskich gospodarstw domowych wynosiła w ostatnich miesiącach ok. 3,5% (vs 7,5% przed pandemią), czyli znajdowała się na historycznie niskim poziomie, a wydatki gospodarstw domowych na historycznie wysokim. Ta sytuacja niewątpliwie będzie musiała ulec normalizacji, gdyż w tle mamy spadek majątku netto w I półroczu (ok. 20% dla dolnej połowy zarabiających w USA bez uwzględnienia rynku nieruchomości) oraz oczekiwany wzrost stopy bezrobocia. W efekcie otrzymamy spadek nominalnych wydatków gospodarstw domowych i spowolnienie wzrostu konsumpcji w USA, który w 2023 r. powinien wynieść ok. 1,3% r/r (vs 8,3% w 2021 r.). Niewątpliwie, będzie to oddziaływać negatywnie na wyniki spółek o cyklicznym charakterze, przy czym zakładamy, że w obecnej fazie spadków rynki wyceniły już dużo negatywnych informacji i potencjalna słabość tego segmentu rynków akcji będzie objawiać się w przypadku braku pozytywnych zaskoczeń wynikowych. Patrząc z przeciwnej strony to właśnie pozytywne zaskoczenia są głównym źródłem *alfy* na rynku akcji, dlatego też przy obecnych wycenach atrakcyjnie prezentują się spółki z obszaru ochrony zdrowia oraz technologii, gdyż szczególnie te pierwsze są w stanie generować wyniki i stabilne przepływy pieniężne dla akcjonariuszy nawet w tak niekorzystnym otoczeniu makroekonomicznym.

O tym jak ważna jest konsumpcja prywatna dla rynku akcji boleśnie przekonują się w ostatnich miesiącach inwestorzy na polskim rynku akcji i, generalnie, rynki akcji o silnie cyklicznym charakterze. W Polsce dynamika realnego funduszu płac, tj. funkcji zatrudnienia, nominalnej płacy i dynamiki inflacji CPI, osiągnęła ponownie w tym roku ujemną wartość, co generalnie wydarzyło się po raz pierwszy od marca 2013 r., pomijając wyjątkowy okres pandemicznego lockdownu. Tym samym, biorąc pod uwagę, iż w polskiej gospodarce także stoimy przed wzrostem stopy bezrobocia, polski rynek akcji w zasadzie uzależniony jest od normalizacji dynamiki inflacji w średnim okresie oraz płytkiej recesji w Europie, co wspomagałoby wyniki eksporterów przy rekordowo słabym złotym. W związku z tym, spektrum selekcyjne na krajowym parkiecie jest dosyć ograniczone w perspektywie kilku kwartałów, szczególnie jeśli do powyższych rozważań dodamy czynniki polityczno-regulacyjne, które silnie osłabiają sentyment inwestorów zagranicznych do polskich akcji.



Źródło: GUS, Bloomberg, opracowanie własne.

W październiku wchodzimy w kolejny sezon raportów wynikowych, tym razem za III kw. i będzie to okres o jeszcze większym znaczeniu niż poprzedni, gdyż ze spółek zza oceanu spodziewamy się uszczegółowienia prognoz przychodów i zysków netto na 2023 r. Tymczasem, w ostatnich 3 miesiącach rynkowe oczekiwania dla indeksów S&P 500 oraz NASDAQ100 obniżyły się odpowiednio o niemal 3% (prawie 4% po wyłączeniu spółek paliwowych) oraz ponad 4%. Tym samym, na koniec września oczekiwany wzrost przychodów oraz EPS dla spółek S&P 500 w 2023 r. obniżył się odpowiednio do poziomu ok. 4% r/r (vs spodziewane ok. 12% w bieżącym roku) oraz ok. 8% r/r. Warto w tym miejscu przypomnieć, że blisko 1% umocnienie dolara amerykańskiego do koszyka głównych walut, przekłada się na ok. 0,5% spadek zagregowanych zysków netto spółek z S&P 500. W tym miejscu widzimy zresztą jedną z głównych bolączek amerykańskiego rynku akcji tj. ekspozycję dużych spółek na spowolnienie w europejskich i azjatyckich gospodarkach. Dlatego też w minionym okresie oraz następnym kwartale, lepszym wyborem wydają się małe i średnie spółki amerykańskie, które przychody generują na macierzystym rynku, a dodatkowo, w naszej ocenie, gospodarka amerykańska najszybciej wyjdzie z inflacyjnej spirali i obserwowanego spowolnienia gospodarczego.

INDEKSY (30.09.2022)	YTD	↑1M	3M	6M	12M	36M
DAX	-23,74%	-5,61%	-5,24%	-15,96%	-20,62%	-2,52%
STOXX 600 Europe	-20,49%	-6,57%	-4,75%	-14,92%	-14,72%	-1,35%
Nikkei 225	-9,91%	-7,67%	-1,73%	-6,77%	-11,94%	19,22%
WIG	-33,66%	-8,38%	-14,19%	-29,17%	-34,65%	-19,80%
Dow Jones Industrial Average	-20,95%	-8,84%	-6,66%	-17,17%	-15,12%	6,72%
S&P 500	-24,77%	-9,34%	-5,28%	-20,85%	-16,76%	20,45%
Russell 2000	-25,86%	-9,73%	-2,53%	-19,58%	-24,48%	9,28%
NASDAQ100	-32,77%	-10,60%	-4,63%	-26,06%	-25,31%	41,57%
MSCI Emerging Markets	-28,91%	-11,90%	-12,48%	-23,30%	-30,11%	-12,51%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Podsumowując, za nami spadkowy miesiąc we wszystkich segmentach aktywów ryzykownych, przy czym na rynku akcji widzimy symptomy wyczerpywania się impulsów podaźowych i postępujący proces „oddzielania ziarna od plew”. Dobrym przykładem jest tutaj sektor biotechnologii, gdzie niespełna połowa notowanych spółek w zasadzie

nie ma problemów płynnościowych i ma zapewnione finansowanie działalności na co najmniej kolejne 3 lata, natomiast część podmiotów będzie zmuszona do szukania finansowania w bardzo niesprzyjających okolicznościach. W zasadzie w każdym sektorze możemy przyjąć sobie podobne linie podziału i dlatego warto trzymać się spółek, które zaliczają się do koszyka jakościowego i nie kierować się tylko i wyłącznie niskim poziomem wycen, czy też dużym spadkiem kursu w ostatnich 12 miesiącach.



NOTA PRAWNA

Niniejszy materiał („Dokument”) ma charakter informacyjny, skierowany jest do uczestników funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez IPOPEMA TFI S.A. („Towarzystwo”). Jakikolwiek 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 Dokumentcie. Dane zawarte w Dokumentcie 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, publicznie dostępnym na stronie ipopematfi.pl, w siedzibie Towarzystwa oraz w treści kluczowych informacji dla inwestorów, dostępnych w miejscach zbywania i odkupywania jednostek uczestnictwa Funduszu.

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 13 września 2007 roku.

Materiał przeznaczony dla dystrybutorów oraz Uczestników FIO.