



## Rynek długu

Po dobrej końcówce roku i znacznych spadkach rentowności w grudniu, styczeń nie okazał się istotnie gorszy dla posiadaczy polskich papierów skarbowych. Rentowności obligacji 2-letnich spadły z 4,99% w grudniu do 4,83% w styczniu, 5-letnich z 5,01% do 4,99%. Rentowności polskich dziesięcioletek zakończyły miesiąc na poziomie z grudnia, w odróżnieniu od obligacji amerykańskich i niemieckich, których rentowności wzrosły odpowiednio z 3,87% do 3,91% i z 2,04% do 2,16%.

Rada Polityki Pieniężnej podczas pierwszego posiedzenia w tym roku pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie. O ile ruch w sprawie stóp był łatwy do przewidzenia, to kolejne posunięcia już nie są tak oczywiste. Według Prezesa Adama Glapińskiego ścieżka inflacji w II połowie 2024 roku obarczona jest ogromną niepewnością, głównie ze względu na możliwą zamianę cen regulowanych, co zostało zasugerowane przez Minister Klimatu i Środowiska Paulinę Hennig-Kłoską, która stwierdziła, że zamrożenie cen energii, w obecnym kształcie, nie będzie przedłużone na drugą połowę roku, ponieważ jest to zbyt duże obciążenie dla budżetu. Rozwiązania w tej sprawie mają być przedstawione przez rząd za mniej więcej kwartał. Od tego jak będą one wyglądały zależy w dużym stopniu skala odbicia w górę inflacji w II półroczu.

Gdyby przyjąć, że poziom cen regulowanych pozostanie bez zmian, to stopy powinny być obniżane, ale prezes NBP sam uznał, że taki scenariusz jest mało prawdopodobny. Dodał, że w sytuacji niepewności, inflacja bazowa (która według NBP będzie się stopniowo obniżać) jest obecnie głównym wskaźnikiem analizowanym przez RPP. Prezes NBP wątpił w podwyżki stóp procentowych w Polsce i ocenił, że ich obecny poziom jest wysoki.

Stopy procentowe dwóch najbardziej liczących się banków Centralnych również pozostały na dotychczasowych poziomach. Główne stopy amerykańskiego FED w przedziale 5,25-5,5%, EBC 4,5%.

Zarówno FED, jak i EBC są zdeterminowane w dążeniu do przywrócenia inflacji do docelowego poziomu. W swojej wypowiedzi Ch. Lagarde po raz kolejny podkreśliła, że stopy procentowe będą tak długo utrzymane na podwyższonych poziomach, jak to będzie konieczne, a wszelkie decyzje będą uzależnione od napływających danych. Dodała, że na rozmowy o cięciu stóp jest zbyt wcześnie, ale trzyma się swoich słów o rozważeniu takiego ruchu latem. Jerome Powell z kolei wyraźnie dał do zrozumienia, że obniżki stóp nie zaczną się na kolejnym posiedzeniu w marcu tylko wówczas, kiedy bank nabierze przekonania, że inflacja trwale zbliża się do 2%. Z komunikatu zniknęła fraza dotycząca możliwych kolejnych podwyżek, przekaz FED z miesiąca na miesiąc staje się bardziej łagodny.

Ministerstwo finansów poinformowało, że na koniec 2023 stopień prefinansowania potrzeb pożyczkowych brutto na 2024 wyniósł ponad 20%. Na bieżący rok zaplanowane zostały po trzy przetargi od stycznia do listopada i dwa w grudniu. Potrzeby pożyczkowe państwa na rok 2024 wynoszą ponad 253 mld PLN, wysoka podaż nie powinna jednak ciążyć rynkowi długu. Polski sektor bankowy pozostaje nadpłynny, a inwestorzy zagraniczni mieli dotąd niski udział w zakupach polskiego długu i wykazują zainteresowanie jego zwiększeniem.

Na trzech przetargach w styczniu Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje za ponad 27 mld zł, przy popycie przekraczającym 42 mld zł. Uzyskane rentowności były niższe od tych z rynku wtórnego, co łącznie z dużym popytem pokazuje, że sentyment inwestorów względem polskiego długu pozostaje dobry.



## Globalny Rynek Akcji

Po mocnym zakończeniu roku rynki akcji w styczniu nieco zastygły w oczekiwaniu na raporty wynikowe za IV kw. ubiegłego roku oraz podsumowania roczne. Apetytowi na ryzyko nie sprzyjały informacje z FOMC (Federalny Komitet do spraw Operacji Otwartego Rynku) oraz wypowiedzi poszczególnych członków, które nieco chłodziły oczekiwania na rychłe obniżki stóp procentowych w USA. Zmienność oczekiwań rynkowych w zakresie momentu rozpoczęcia cyklu obniżek jest czymś, co od niemal roku istotnie wpływa na podwyższoną zmienność na rynkach akcji. Na koniec stycznia punkt ten przesunął się z marcowego posiedzenia na majowe i wydaje nam się, że nie jest to koniec tej swoistej „zgadywanki” uprawianej przez inwestorów. Warto odnotować, iż rynek obligacji w styczniu „stał z boku”, gdyż rentowności amerykańskich 10-latek w minionym miesiącu praktycznie nie drgnęły (+3 bp). Główne dane makro z amerykańskiej gospodarki nieco wspierały tezę o konieczności utrzymywania wysokich stóp, gdyż stopa bezrobocia (3,7%) okazała się nieco niższa od oczekiwanej, podczas gdy dynamika inflacji bazowej PCE (3,9%) minimalnie wyższa od konsensusu przy dynamice wzrostu PKB wyraźnie powyżej oczekiwań (3,3% vs 2% w IV kw. ub. roku). Warto jednak podkreślić, iż obniżki stóp w USA są nieuchronne, wyłączając ewentualne szoki, a spekulacje wokół terminu decyzji FOMC są głównie paliwem dla krótkoterminowej zmienności.

W tym otoczeniu główne indeksy zakończyły miesiąc na niewielkich „plusach”, a słabiej zachowywały się akcje małych spółek oraz akcje z rynków wschodzących, gdzie słabością raził rynek chiński (Shanghai Composite Index - 7,15%, Hang Seng Index -9,25%). W tle obserwowaliśmy umocnienie dolara amerykańskiego oraz wzrost cen ropy naftowej i spadek cen metali szlachetnych (złoto -1,14%, srebro -3,52% oraz platyna -7,02%).

KLASA AKTYWÓW	INDEKS	↑ 1M	3M	6M	12M	24M	36M
AKCIE	Indeks VIX	15,26%	-20,89%	5,28%	-26,03%	-42,21%	-56,63%
	MSCI World Growth	2,11%	18,48%	6,64%	26,57%	7,54%	18,63%
	MSCI World	1,14%	15,77%	4,60%	15,09%	4,78%	20,42%
	MSCI World Value	0,15%	12,90%	2,43%	4,10%	0,66%	19,83%
	MSCI World Small Cap	-2,82%	16,15%	-1,05%	1,24%	-4,36%	-0,94%
	MSCI Emerging Markets	-4,68%	6,62%	-6,79%	-5,40%	-19,24%	-26,61%
FX I SUROWCE	Ropa Brent	6,06%	-6,52%	-4,50%	-3,29%	-10,42%	46,22%
	Bloomberg Dollar Spot Index	2,08%	-3,00%	1,64%	1,22%	4,62%	9,57%
	Bloomberg Commodity Index	-0,09%	-5,79%	-8,18%	-11,84%	-8,62%	23,05%
	EURPLN	-0,31%	-2,77%	-1,70%	-8,05%	-5,53%	-4,25%
	Złoto spot	-1,14%	2,80%	3,79%	5,76%	13,49%	10,38%
DŁUG	Bloomberg Global High Yield Index	-0,19%	9,39%	6,09%	9,26%	1,95%	0,51%
	Bloomberg Global Aggregate Index	-1,38%	7,90%	2,08%	0,94%	-10,86%	-16,05%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Przez kolejne kilka tygodni rynek będzie stopniowo dyskontował informacje płynące z raportów kwartalnych wraz z prognozami zarządów na I kw.br. oraz cały rok fiskalny. Z indeksu S&P 500 do końca stycznia zdążyło już zaraportować ok. 40% spółek, z czego głównie reprezentanci sektora przemysłowego oraz finansowego. Tradycyjnie, na poziomie zagregowanym widzimy zarówno lepsze przychody (+1,13% wobec konsensusu), jak również zyski netto (+6,81%), lecz na poziomie szczegółowym pojawiło się kilka negatywnych zaskoczeń. Do

najbardziej przykuwających uwagę z pewnością można zaliczyć Alphabet Inc., gdzie z jednej strony tempo wzrostu przychodów z reklam rozczarowało inwestorów, a z drugiej nie najlepiej przyjęte zostało zwiększenie wydatków w 2024 r., głównie na AI. Ta druga reakcja wskazuje, iż rynki nie są jeszcze w fazie doceniania spółek za inwestycje we wzrost, realizowanych nawet z wypracowanych zysków. Na plus z kolei należy zaliczyć metryki w segmencie chmurowym technologicznego giganta, co zostało potwierdzone także przez wyniki z konkurencyjnego segmentu Microsoft. Dla sektora technologicznego kluczowy jednak będzie szeroki zestaw wyników z sektora półprzewodników, który zanotował niezwykle udany początek roku, kontynuując świetną passę z 2023 r., i w pierwszym miesiącu indeks Bloomberg World Semiconductor zanotował wzrost o ponad 6%. Z dotychczas otrzymanych raportów słabość wyczytać da się właściwie tylko z obszaru chipów dla sektora motoryzacyjnego, lecz na to wskazywały już wyniki za III kw. ub. r. spółek skoncentrowanych na tym sektorze.

INDEKSY (31.01.2024)	↑1M	3M	6M	12M	24M	36M
Nikkei 225	8,43%	17,59%	9,39%	32,79%	34,39%	31,17%
S&P 500	1,59%	15,54%	5,59%	18,86%	7,31%	30,46%
STOXX 600 Europe	1,39%	11,99%	3,04%	7,16%	3,58%	22,69%
Dow Jones Industrial Average	1,22%	15,42%	7,29%	11,92%	8,59%	27,24%
NASDAQ Composite	1,02%	18,00%	5,70%	30,90%	6,49%	16,02%
DAX	0,91%	14,13%	2,78%	11,74%	9,26%	25,84%
WIG	-1,33%	8,15%	7,12%	26,32%	14,83%	35,87%
Russell 2000	-3,93%	17,15%	-2,79%	0,80%	-4,00%	-6,09%
MSCI Emerging Markets	-4,68%	6,62%	-6,79%	-5,40%	-19,24%	-26,61%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Podsumowując, zapewne czeka nas kilka tygodni podwyższonej zmienności, które inwestorzy mogą chcieć wykorzystać do częściowej „zmiany koni” na rynku akcji. Miniony rok stał pod znakiem dominacji spółek o dużej kapitalizacji, zwłaszcza megacapów technologicznych. W tym roku spodziewamy się objęcia hossą szerszej liczby spółek, zwłaszcza tych o średniej kapitalizacji. W naszej ocenie trend ten zaczął budować się jeszcze pod koniec zeszłego roku, co ilustruje lepsza szerokość amerykańskiego rynku akcji:



Źródło: Bloomberg.

Powyższy wykres przedstawia odsetek spółek z indeksu NASDAQ Composite, których walory poruszają się powyżej 200-okresowej średniej kroczącej. Zwyżka z ostatnich 2 miesięcy minionego roku pozwoliła zbliżyć się szerokości rynku do średniej z ostatnich kilku lat, co jest z pewnością pozytywnym zjawiskiem i świadczy o poprawie koniunktury giełdowej.



## Rynek akcji polskich

W przeciwieństwie do wzrostowych listopada i grudnia, styczeń był miesiącem mocno zróżnicowanym, pod kątem stóp zwrotu z indeksów akcyjnych na głównych rynkach świata. Z jednej strony mogliśmy obserwować kolejne rekordy na giełdach amerykańskich (S&P500 +1,6%, Nasdaq100 +1,9%) i europejskich (DAX +0,9%), z drugiej znalazły się rynki wschodzące (MSCI EM -4,7%), w tym Polska (WIG -1,3%). Na warszawskim parkiecie był to pierwszy spadkowy miesiąc od kilku miesięcy, po dynamicznych wzrostach wywołanych wynikiem wyborów parlamentarnych. Najtrudniejsze dla inwestorów były pierwsze dwa tygodnie, w których korekta sięgała już 6,5%, w kolejnych dniach stycznia obserwowaliśmy jednak ożywienie.

Kubłem zimnej wody, były zaprezentowane 12. Stycznia wyniki Jeronimo Martins, właściciela największej polskiej sieci sklepów detalicznych Biedronka. Zaprezentowane rezultaty zaskoczyły negatywnie przede wszystkim poziomem sprzedaży porównywalnej, która była pod presją spadającej inflacji. Konkurencja w sektorze pozostaje bardzo zacięta, co może spowodować, że realizowane marże na sprzedaży także będą poniżej oczekiwań. Zaskoczenie było na tyle spore, że pociągnęło za sobą kursy innych spółek szeroko pojętego sektora konsumenckiego, który zachowywał się zdecydowanie słabiej od całego rynku.

Kursom akcji nie mogło też sprzyjać zamieszanie polityczne, z jakim borykaliśmy się w pierwszych tygodniach miesiąca. Konflikt wokół mediów publicznych, napięte relacje między rządem, a prezydentem i idące za nimi nagłówki prasowe, mogły wystraszyć niektórych inwestorów. Kupujący polskie akcje muszą być świadomi, że gęsta atmosfera pozostanie prawdopodobnie do wyborów prezydenckich, ale proeuropejski zwrot będzie kontynuowany.

W styczniu na plus wyróżniały się spółki małe i średnie, które w niewielkim stopniu zwiększyły swoje wyceny. MWIG40 rósł o punkt procentowy i śmiało kroczy w kierunku rekordu wszechczasów, poziom indeksu SWIG80 nie zmienił się. Wydaje się, że obu segmentom sprzyjał niewielki udział spółek z udziałem skarbu państwa, a także dobra ekspozycja na poprawiającą się koniunkturę gospodarczą.



### 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.

**Materiał przeznaczony dla dystrybutorów oraz Uczestników FIO i FIZ.**