

## Globalny Rynek Akcji

W nowy rok rynki akcji weszły w spektakularny sposób, lecz emocje niestety skumulowały się po negatywnej stronie i w zasadzie przez cały miesiąc obserwowaliśmy gwałtowne spadki indeksów za oceanem, zwłaszcza w obszarze spółek technologicznych oraz innowacyjnych. Początkowo dynamiczna kompresja mnożników wyceny dotknęła najwyżej wycenione spółki, a następnie spadki przerodziły się w ogólnorynkową wyprzedzą, momentami z cechami paniki. Dość powiedzieć, że indeks NASDAQ100 w pewnym momencie zaliczał najgorszy styczeń w całej swojej historii. Gwałtowne odbicie nastąpiło dopiero po posiedzeniu FOMC w ciągu ostatnich 2 sesji stycznia. Zarówno wspomniany NASDAQ100, jak i indeks Russell 2000 zanotowały najgorsze otwarcia odpowiednio od 2009 r. i 2008 r., więc niewątpliwie mieliśmy do czynienia z sytuacją wyjątkową. Jakie są przyczyny i co spowodowało aż tak gwałtowne pogorszenie sentymentu do rynków akcji i czy jest ono trwałe? - na te pytania postaramy się odpowiedzieć w niniejszym komentarzu.

SUBINDEKSY MSCI WORLD (USD, 31.01.2022)	YTD	1M	3M	6M	12M	36M
MSCI World Energy	15,30%	15,30%	10,70%	27,97%	51,64%	-0,25%
MSCI World Financials	0,51%	0,51%	-2,20%	5,72%	27,90%	35,02%
MSCI World Consumer Staples	-3,10%	-3,10%	2,32%	2,03%	12,19%	29,64%
MSCI World Utilities	-3,27%	-3,27%	1,82%	2,36%	4,84%	20,19%
MSCI World Materials	-4,53%	-4,53%	0,06%	-4,53%	9,27%	40,23%
MSCI World	-5,34%	-5,34%	-3,64%	-0,33%	14,93%	50,80%
MSCI World Communication Services	-6,16%	-6,16%	-9,02%	-9,93%	7,77%	49,81%
MSCI World Industrials	-6,79%	-6,79%	-5,82%	-4,81%	10,39%	35,70%
MSCI World Real Estate	-7,08%	-7,08%	-3,04%	-2,16%	17,73%	17,30%
MSCI World Health Care	-7,46%	-7,46%	-4,34%	-3,14%	8,40%	41,61%
MSCI World Consumer Discretionary	-8,46%	-8,46%	-8,31%	-2,63%	7,84%	65,96%
MSCI World Information Technology	-8,50%	-8,50%	-3,75%	1,23%	18,80%	128,49%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Za główną przyczynę styczniowej wyprzedzą powszechnie uznaje się skokowe przesunięcie oczekiwań rynkowych co do tempa i skali wzrostu stóp procentowych w USA. Jeśli cofniemy się do końca listopada, to zauważymy, że rynek zakładał na 2022 r. co najmniej 2 podwyżki stóp przez FOMC. Natomiast na koniec stycznia oczekiwania zakładają już 5 podwyżek w bieżącym roku. Skąd taka zmiana? Wynika ona w znaczącym stopniu ze zmiany i zaostrzenia retoryki amerykańskiego banku centralnego, który w celu niedopuszczenia do trwałego wzrostu oczekiwań inflacyjnych przyjął silnie jastrzębie nastawienie, co przejdzie do historii jako „Fed pivot”. Mówimy o oczekiwaniach inflacyjnych, gdyż wbrew powszechnej opinii Fed ma ograniczony wpływ na dynamikę inflacji, zwłaszcza jeśli ma ona źródła w dużym stopniu podażowe, a tak było w zeszłym roku i będzie w 2022 r. Przypominamy, że dynamika inflacji koszyka dóbr trwałego użytku w USA w 2021 r. wyniosła ok. 16% r/r, podczas gdy dynamika inflacji usług ok. 4%. Globalny wzrost inflacji wynika w dużej mierze z błędnego oszacowania tempa wzrostu gospodarczego i poziomu popytu konsumenckiego przez podmioty gospodarcze jeszcze w 2020 r., co szybko wydrenowało zapasy, a ich gwałtowna potrzeba odbudowy „zatkała” wiele łańcuchów dostaw przy niesłabnącym popycie. Proces odbudowy zapasów i stopniowego odblokowywania łańcuchów dostaw postępuje, a efekty we wskaźnikach inflacji, wspierane wysoką bazą z II połowy 2021 r., będziemy widzieć zapewne wyraźniej w

II połowie bieżącego roku. Do tego czasu może obowiązywać jastrzębia retoryka i scenariusz, który w naszej ocenie rynki akcji zdyskontowały z nawiązką. Przy poprzednich cyklach zacieśniania (normalizacji) rynki akcji były przygotowywane do tego ze znacznym wyprzedzeniem za pomocą starannego *forward guidance* ze strony Fed, natomiast w grudniu i styczniu inwestorzy musieli „przetrawić” perspektywę 3 dodatkowych podwyżek, w bardzo krótkim czasie, czego konsekwencją był tak znaczny wzrost zmienności oraz awersji do ryzyka na rynkach. Jednakże, trzymając się analogii historycznych, rynki akcji zachowują się słabiej w okresie przed rozpoczęciem podwyżek, a nie po starcie cyklu. Ponadto, analiza zachowania rynków akcji po pierwszej podwyżce w cyklu zacieśniania wskazuje, że relatywnie najlepszym sektorem były w przeszłości akcje spółek technologicznych. Wbrew pozorom, jest to zrozumiałe, gdyż wielokrotnie podkreślaliśmy, że to mnożniki wyceny spółek technologicznych są wrażliwe na podwyżki stóp procentowych, ale nie ich wyniki. W obszarze spółek technologicznych, czy też szerzej wzrostowych, istnieje wiele spółek eksponowanych na silnie sekularne trendy, które mogą spowolnić tylko w scenariuszu recesji, a takiego obecnie nie ma na stole.

W styczniu odbyło się posiedzenie FOMC, które było mocno wyczekiwane przez rynki, ale w zasadzie nie wniosło nic nowego. Powell potwierdził jastrzębie nastawienie, co ekstremistów skłoniło do oczekiwania aż 7 podwyżek stóp w tym roku. Uważamy to za tezę nie mającą uzasadnienia w danych makroekonomicznych, a przypominamy, że Fed i prowadzona przez bank centralny polityka jest w znacznym stopniu uzależniona od napływających danych gospodarczych. Ponadto, oprócz uporczywie wysokiej inflacji dużym zaskoczeniem, nie tylko dla Fed, było gwałtowne przesunięcie się momentum cyklu koniunkturalnego do jego rozwiniętej fazy, e efekcie czego, od pandemicznego dołka z 2020 r., następuje historycznie szybki spadek stopy bezrobocia w USA poniżej 4%. Tym samym, biorąc pod uwagę podwójny mandat amerykańskiego banku centralnego, Fed zapewne nie będzie skłonny do gwałtownego hamowania i schładzania gospodarki, gdy tylko pojawią się pierwsze sygnały słabnięcia presji inflacyjnej.

Podsumowując w naszej ocenie inwestorzy na rynkach akcji popadli w zbyt duży pesymizm, graniczący z paniką, gdyż bilanse amerykańskich gospodarstw domowych oraz korporacji, z uwagi na stosunkowo niski poziom zlewarowania i wysokie poziomy gotówki, nie są tak wrażliwe na podwyżki stóp jak w poprzednich cyklach zacieśniania. Obawiamy się, że większym hamulcem i barierą dla wzrostu może być chociażby wciąż niska stopa partycypacji w USA, na co zresztą zwracał uwagę sam Powell na styczniowej konferencji. Niedostatki siły roboczej można skompensować na dwa sposoby: importem siły roboczej albo wdrażaniem nowoczesnych technologii. Pierwszy przypadek jest zazwyczaj wrażliwy politycznie, natomiast drugi wymaga poniesienia zwiększonych nakładów w średnim terminie na transformację technologiczną biznesu. W naszej ocenie ten trend nie jest zagrożony i nie ma innej drogi, gdyż długoterminowo technologie i innowacje są także makroczynnikiem o deflacyjnym charakterze. Mówiąc inaczej, spółki które chcą być mniej wrażliwe na tradycyjnie inflacjogenne czynniki (np. żądania płacowe) są zmuszone inwestować w technologie i innowacje.

W związku z tym, mimo że za nami bardzo słaby miesiąc na rynkach akcji, długoterminowy *outlook* i otoczenie dla spółek innowacyjnych nie uległo zmianie. Generalnie, na amerykańskim rynku akcji wciąż zakładamy stopy zwrotu z indeksów w 2022 r. na poziomie 5-10% i znacznie uwypuklony element selekcyjny. Nie da się ukryć, że otoczenie makroekonomiczne pozostaje wymagające, a sprostać oczekiwaniom inwestorów będą mogły tylko spółki z silnym modelem biznesowym, czytelnymi przewagami konkurencyjnymi oraz wysokim poziomem egzekucji strategii przez zarządy.

## **NOTA PRAWNA**

*Niniejszy materiał („Dokument”) ma charakter informacyjny, do użytku wewnętrznego i skierowany jest wyłącznie do uczestników funduszy inwestycyjnych zamkniętych zarządzanych przez IPOPEMA TFI S.A. („Towarzystwo”), a także do podmiotów współpracujących z Towarzystwem w zakresie oferowania certyfikatów inwestycyjnych emitowanych przez fundusze zarządzane przez 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. Wszelkie informacje zawarte w Dokumencie pochodzą ze źródeł własnych Towarzystwa lub źródeł zewnętrznych uznanych przez Towarzystwo za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. 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 żadnej odpowiedzialności za szkody powstałe w wyniku jego wykorzystania niezgodnie z jej przeznaczeniem.*

*Przedstawione w Dokumencie informacje odnoszą się do wyników osiągniętych w przeszłości Dokument może zawierać sformułowania i poglądy dotyczące przyszłych wydarzeń. Towarzystwo nie gwarantuje, że prognozy lub opinie będą pokrywały się z rzeczywistymi danymi w przyszłości. Towarzystwo nie gwarantuje osiągnięcia takich samych lub podobnych wyników inwestycyjnych w przyszłości w związku z nabyciem certyfikatów inwestycyjnych Funduszu.*

*Dokument nie stanowi oferty nabycia certyfikatów inwestycyjnych Funduszu, ani też zaproszenia do złożenia oferty nabycia certyfikatów inwestycyjnych, a nie jest częścią oferty nabycia certyfikatów inwestycyjnych Funduszu. Jedynymi dokumentami zawierającymi prawnie wiążące informacje o Funduszu i ewentualnej ofercie są jego statut i prospekt emisyjny. Towarzystwo informuje, że niniejszy materiał ma charakter informacyjny i reklamowy, dane w nim podane 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.*

*Wymagane prawem informacje, w tym szczegółowy opis czynników ryzyka, zawarte są w prospekcie informacyjnym funduszu, publicznie dostępnym na stronie [www.ipopematfi.pl](http://www.ipopematfi.pl), w siedzibie Towarzystwa oraz w treści kluczowych informacji dla inwestorów oraz w siedzibie 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 certyfikatów uczestnictwa, okresu ich nabycia i zbycia, poziomu opłat oraz zapłaconych podatków, w szczególności podatków. Inwestorzy powinni uzyskać niezależną poradę przed podjęciem decyzji o dokonaniu inwestycji.*

*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 FIZ.**