



## Rynek długu

Przyglądając się wykresom rentowności obligacji można śmiało stwierdzić, że rok 2022 był jednym z najtrudniejszych w historii polskiego rynku. Agresja Rosji na Ukrainę poważnie zaburzyła procesy gospodarcze w Europie środkowo-wschodniej windując ceny surowców oraz energii, a w konsekwencji wywołując wysoką inflację. Szoki podażowe nałożyły się na post-covidowe ożywienie co zmusiło banki centralne na całym świecie do szybkiego działania i podnoszenia stóp procentowych w celu przeciwdziałania wzrostowi cen. Zacieśnianie warunków monetarnych przez bankierów centralnych spowodowało bezprecedensową przecenę na rynkach długu, w tym na rynku polskim. Po rozpoczęciu w październiku 2021 roku cyklu podwyżek stóp procentowych Rada Polityki Pieniężnej przez cały 2022 rok kontynuowała proces zacieśniania polityki monetarnej wynosząc podstawową stopę NBP do poziomu 6.75%! W Polsce, w skali całego 2022 roku dochodowość obligacji 5-letnich wzrosła z 4% do 6,9% a 10-letnich z 3,65% do 6,85%. Przeceny w podobnej skali doświadczyły obligacje większości krajów emerging markets; spadki cen (wzrosty rentowności) na rynkach rozwiniętych były mniej spektakularne.

W grudniu rentowności polskich obligacji skarbowych podlegały relatywnie niewielkim wahaniom. Dochodowości papierów 2-letnich obniżyły się o około 25pb do 6,75%, 5 letnich nie zmieniły się (6,85%), a 10-letnich wzrosły o 40bp do 6,85%. Krzywa uległa wystromieniu. Handlowi towarzyszyła niska płynność, która w ostatniej dekadzie miesiąca zupełnie zamarła. Należy podkreślić, że rynek krajowy wykazał dużą odporność na to, co działo się w tym okresie na rynkach bazowych. W grudniu swoje posiedzenia decyzyjne miały ECB i FED. Oba banki centralne po raz kolejny zdecydowanie podniosły koszt pieniądza, co niekorzystnie odbiło się na notowaniach papierów w strefie euro i za oceanem. Dochodowości 10-latek wzrosły tam odpowiednio do 2,57% i 3,9%

Na grudniowym posiedzeniu FED podniósł podstawową stopę o 50pb do 4,50%; była to już siódma w tym cyklu podwyżka. Z opisu dyskusji na ostatnim posiedzeniu oraz publikowanych wypowiedzi członków FED wynika, że bank będzie utrzymywał restrykcyjne nastawienie w polityce pieniężnej do momentu, w którym napływające dane makroekonomiczne potwierdzą, że inflacja znajduje się na trwałej ścieżce spadkowej do 2%. W 2023 roku nie należy oczekiwać obniżek stóp w USA.

Na posiedzeniu w połowie grudnia ECB również zaostrzył warunki monetarne podnosząc stopy w strefie euro o 50pb do poziomu 2,5%. Stanowisko banku pozostaje mocno jastrzębie. Według komunikatu i słów prezes Lagarde sprowadzenie inflacji do celu będzie wymagało kolejnych znaczących podwyżek w takiej skali. Należy więc liczyć się ze scenariuszem, w którym koszt pieniądza w obszarze wspólnej waluty wzrośnie znacznie powyżej 3%.

Tymczasem Rada Polityki Pieniężnej po raz kolejny pozostawiła stopy NBP bez zmian - główna nadal wynosi 6,75%. Rada podtrzymuje, że w krótkim okresie inflacja pozostanie wysoka; wskaźnik roczny osiągnie szczyt w 1Q2023, by później sukcesywnie spadać i w grudniu osiągnąć wartość jednocyfrową. Powrót do celu ma jednak nastąpić dopiero w 2025 roku.

W grudniu Ministerstwo Finansów przeprowadziło jedynie aukcję zamiany (cash-neutral), na której inwestorzy zgłosili popyt głównie na papiery 2,5-letnie o stałym kuponie oraz papiery 5-letnie o zmiennym kuponie i łącznej wartości blisko 6 mld PLN.

W nadchodzących tygodniach krajowy rynek długu będzie wspierany przez kilka czynników. W styczniu do kieszeni inwestorów trafia blisko 30 mld PLN środków z zapadających obligacji serii PS0123 i płatności kuponowych. Dodatkowo rynek powinien być wspierany przez rosnące oczekiwania na rozpoczęcie przez RPP w końcu roku cyklu obniżek stóp procentowych. Inwestorzy zaczynają dyskontować scenariusz, w którym dynamika wzrostu cen będzie niższa od konsensusu analityków. Dalsze wsparcie może przyjść ze strony banków; w sektorze niezmiennie utrzymuje się strukturalna nadpłynność. Nie można wykluczyć, że wysokie rentowności podtrzymają zainteresowanie polskim długiem inwestorów zagranicznych, którzy w ostatnich miesiącach zauważalnie zwiększali zaangażowanie. Czynniki ryzyka pozostają niezmiennie: restrykcyjne nastawienia w polityce monetarnej głównych banków centralnych, planowane relatywnie duże podaże obligacji skarbowych, BGK i PFR na rynku pierwotnym oraz wojna w Ukrainie.



## Rynek akcji polskich

Grudzień nie ustanowił przełomu w pełnym emocji 2022 roku. Lokalny rynek akcji wprowadził wzrost, ale był to zaledwie nieco ponad dwuprocentowy ruch zrealizowany wąską grupą blue chips. Pozwoliło to jednak wyróżnić się warszawskiemu parkietowi na tle światowych rynków kończących miesiąc na czerwono. Obraz całego minionego roku pozostał niezmienny – światowe rynki akcji doświadczyły głębokich dwucyfrowych spadków przy równoczesnym załamaniu na rynku obligacji. Ten ostatni tracił na wartości tym bardziej spektakularnie, że miał za sobą dekadę hossy.

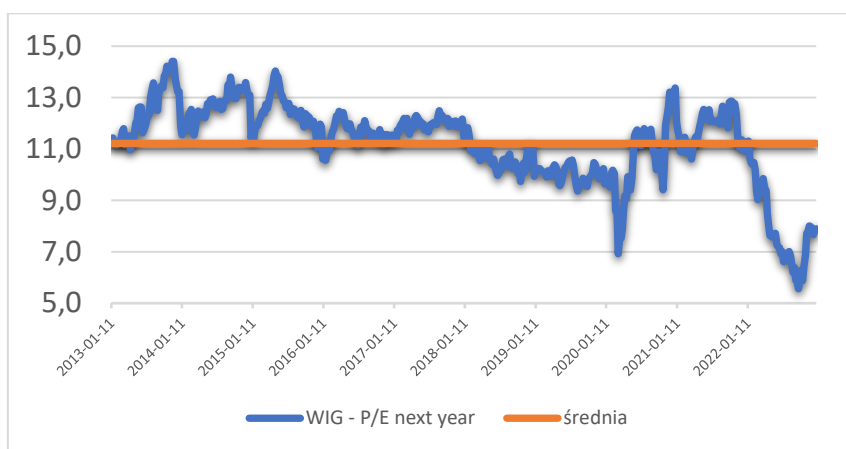
Od kilku miesięcy rynki finansowe działają w rytm napływających informacji dotyczących inflacji oraz koniunktury z najważniejszych gospodarek świata. Próba odpowiedzi na pytanie jak kosztowne będzie przywrócenie akceptowalnej dynamiki cen stanowi bowiem obecnie klucz do podejmowania decyzji inwestycyjnych.



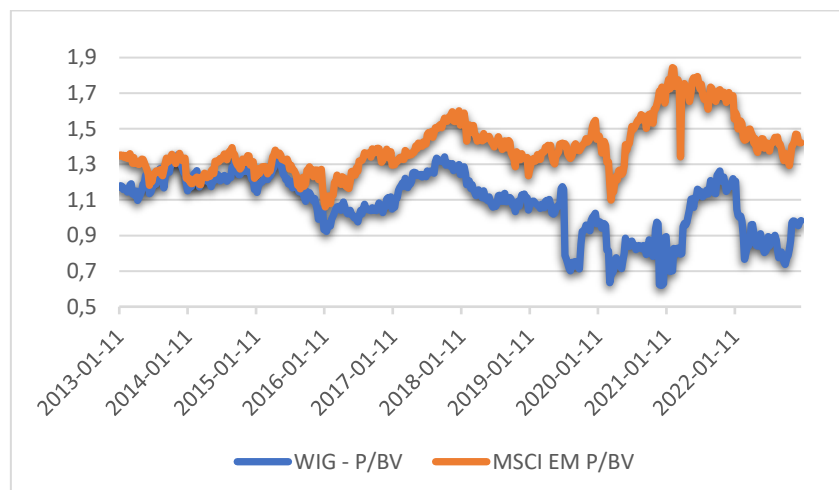
Rysunek 1- Indeks zaskoczeń inflacyjnych

Źródło: Bloomberg, dane na dzień 30/12/2022

Jak wyczytać można z powyższego wykresu odczyty inflacyjne praktycznie przestały zaskakiwać ekonomistów. Z jednej strony w niektórych krajach wzrost cen zaczyna już hamować, z drugiej ekonomiści i analitycy dostosowali wreszcie swoje oczekiwania. Uznając już za wiarygodne obecne prognozy przebiegu inflacji, uwaga rynku przesunęła się na kwestie spowolnienia gospodarczego wywołanego bezprecedensowo szybkim zacieśnianiem polityki pieniężnej



Źródło: Bloomberg, dane na dzień 30/12/2022



Źródło: Bloomberg, dane na dzień 30/12/2022

Pomimo niedawnych wzrostów wskaźniki wycenowe spółek notowanych na GPW znajdują się na stosunkowo niskich poziomach. Do najważniejszych czynników mających na to wpływ zaliczyć można m.in.:

1. Wysoki poziom stóp procentowych
2. Nieprzyjazną rynekom krajową politykę
3. Oczekiwane/trwające spowolnienie gospodarcze
4. Trwający konflikt na Ukrainie

Wszystkie te czynniki są w jakiejś mierze uwzględnione w cenach. Wszystkie one mają również potencjał do zaskoczeń. Warto podkreślić, że zaskoczeń w obie strony, pomimo tego że ostatnie lata przyzwyczyły nas do tych negatywnych. Pozwala to na pewien optymizm, bo przy zbilansowanych szansach i zagrożeniach mamy możliwość inwestowania w atrakcyjnych cenach.



## Globalny Rynek Akcji

Końcówka wyjątkowo trudnego roku zakończyła się spadkami i praktycznie do końca grudnia obserwowaliśmy równomierne osuwanie się wszystkich głównych indeksów. Akcje amerykańskich spółek technologicznych, szczególnie tych o dużej kapitalizacji, ponownie wyróżniły się negatywnie, co wpłynęło na stopy zwrotu z indeksów w USA w grudniu. Cały rok indeksy zamknęły na głębokich minusach, nie widzianych od 2008 r., przykładowo, NASDAQ100 zanurkował o ok. 33%, co zaowocowało spadkiem wskaźnika C/Z ze szczytowych ok. 28x do ok. 19,5x. W zasadzie wszystkie główne indeksy rynków akcji na wskaźnikach wyceny są notowane z dyskontami do długoterminowych średnich, a po oczyszczeniu o sektor paliwowy owe dyskonta stają się jeszcze bardziej pokaźne. W szerszym kontekście, grudzień był miesiącem przełomowym na rynkach, gdyż spadków na rynkach akcji nie potwierdził rynek obligacji, gdzie obserwowaliśmy spadki rentowności oraz rynek walutowy, gdzie doszło do osłabienia dolara amerykańskiego. Tym samym, obserwowaną słabość rynku akcji w grudniu można przynajmniej częściowo wiązać z realizacją strat i generowaniem tarczy podatkowej przez inwestorów detalicznych, co jest dość naturalne po tak słabym roku jak miniony. Niższe odczyty inflacji skontrolowane zostały przez lepsze od oczekiwań dane z amerykańskiej gospodarki, gdyż obecnie inwestorzy negatywnie reagują na lepsze odczyty makro wnioskując, iż ten czynnik skłania Fed do utrzymywania wysokich stóp przez dłuższy okres.

| KLASA AKTYWÓW | INDEKS                            | ↑ 1M   | 3M      | 6M      | 12M     | 24M     | 36M     |
|---------------|-----------------------------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| AKCIE         | Indeks VIX                        | 5,30%  | -31,47% | -24,52% | 25,84%  | -4,75%  | 57,26%  |
|               | MSCI Emerging Markets             | -1,64% | 9,20%   | -4,43%  | -22,37% | -25,93% | -14,20% |
|               | MSCI World Value                  | -2,61% | 14,19%  | 5,23%   | -8,77%  | 8,86%   | 4,97%   |
|               | MSCI World Small Cap              | -3,57% | 10,40%  | 4,14%   | -20,07% | -8,59%  | 4,56%   |
|               | MSCI World                        | -4,34% | 9,42%   | 2,22%   | -19,46% | -3,25%  | 10,36%  |
|               | MSCI World Growth                 | -6,15% | 4,57%   | -0,90%  | -29,75% | -15,38% | 12,31%  |
| FX I SUROWCE  | Złoto spot                        | 3,14%  | 9,84%   | 0,93%   | -0,28%  | -3,92%  | 20,22%  |
|               | Ropa Brent                        | 0,56%  | -2,33%  | -25,17% | 10,45%  | 65,85%  | 30,17%  |
|               | EURPLN                            | 0,32%  | -3,52%  | -0,29%  | 2,14%   | 2,73%   | 10,13%  |
|               | Bloomberg Dollar Spot Index       | -1,83% | -6,79%  | -1,08%  | 6,23%   | 11,27%  | 5,21%   |
|               | Bloomberg Commodity Index         | -2,80% | 1,18%   | -3,63%  | 13,75%  | 44,52%  | 39,46%  |
| DŁUG          | Bloomberg Global High Yield Index | 0,66%  | 7,97%   | 5,01%   | -12,71% | -11,85% | -5,65%  |
|               | Bloomberg Global Aggregate Index  | 0,54%  | 4,55%   | -2,71%  | -16,25% | -20,19% | -12,85% |

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Patrząc prospektywnie na 2023 r., w centrum uwagi z pewnością nadal będą dane o inflacji w USA. W poprzednich komentarzach podkreślaliśmy, iż spodziewamy się stopniowego spadku dynamiki CPI oraz bazowego CPE, co w istocie mocno uwidoczniło się w odczytach począwszy od października ub.r. Obecny konsensus Bloomburga na 2023 r. zakłada odpowiednio 4% dla inflacji CPI oraz 3,6% dla bazowego PCE. Warto dodać, że mocno pozytywnie będą oddziaływać efekty bazowe z minionego roku, więc powyższe prognozy nie są niemożliwe do realizacji. Głównym czynnikiem proinflacyjnym zapewne będzie rynek pracy i presja płacowa wraz z „efektami drugiej rundy”, co postrzegamy jako największe ryzyko dla rynku akcji w USA. Jest to też niezwykle ważne z perspektywy działań Fed, gdyż mocny rynek pracy wespół z dość powolną dezinflacją to idealny zestaw argumentów, aby wysokie stopy trzymać przez dłuższy czas. W związku z tym, pozytywne dane z rynku pracy rynki zapewne będą odbierać negatywnie w najbliższych miesiącach. Warto także połączyć to z faktem, iż bilanse amerykańskich gospodarstw

domowych, mimo silnego wzrostu kosztów pieniądza oraz poziomu cen, pozostają relatywnie silne wedle historycznych porównań. To z kolei utrzymuje konsumpcję prywatną „na plusie” (+0,9% r/r w 2023 r. wg. konsensusu Bloomberg) wywierając presję na wiele łańcuchów dostaw i utrzymując komponent podaży wzrostu cen na nadal wysokim poziomie. Mimo tego, w naszej ocenie obecny obraz makroekonomiczny nie daje podstaw do zwiększania terminalnej stopy procentowej w obecnym cyklu podwyżek, co nie powinno negatywnie oddziaływać na wyceny na rynku akcji. W tym układzie nie spodziewamy się dalszej aprecjacji dolara amerykańskiego, co z kolei będzie premiować rynki wschodzące oraz metale szlachetne.

Wychodząc poza amerykańską gospodarkę, w strefie euro spodziewana jest płytka recesja w 2023 r., lecz w naszej ocenie znacznie większym problemem są perspektywy dalszego wzrostu, gdyż wysokie ceny surowców oraz energii będą obniżać długoterminowy potencjał wzrostu w Europie. Dodatkowo, w tle mamy podwyżki stóp przez EBC oraz konieczność wysokich nakładów na infrastrukturę energetyczną w całej Europie, co przesunie środki fiskalne w inwestycje z konsumpcji. Długoterminowo jest to dobry ruch, gdyż uniezależni Europę od niestabilnych geopolitycznie eksporterów węgłowodórów, ale w krótkim i średnim okresie inwestorzy muszą pogodzić się z „anemicznym” wzrostem gospodarczym w Europie. W szerszym ujęciu, największą niewiadomą pozostaje gospodarka chińska, gdzie spodziewana jest dynamika realnego PKB na poziomie 4,8% w 2023 r., lecz jest to obarczone dużym ryzykiem. Wydaje się, że władze chińskie całkowicie porzuciły politykę twardych lockdownów, lecz w zamian otrzymujemy falę zakażeń na skalę widzianą ponad rok temu w Europie czy też USA. Pytaniem, na które nie znamy odpowiedzi jest, czy chińskie społeczeństwo po niemal 3 latach zamknięcia jest gotowe do zderzenia się z faktem, iż te wyrzeczenia niewiele dały. Tym samym, w kontekście Chin obawiamy się niekontrolowanego wybuchu niezadowolenia społecznego i jego konsekwencji, mając na uwadze że jest to państwo totalitarne i wiedząc, w jaki sposób takie państwa „radzą sobie” z niezadowoleniem społecznym.

| INDEKSY (30.12.2022)         | ↑ 1M   | 3M     | 6M     | 12M     | 24M     | 36M     |
|------------------------------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| WIG                          | 2,51%  | 25,00% | 7,26%  | -17,08% | 0,77%   | -0,64%  |
| MSCI Emerging Markets        | -1,64% | 9,20%  | -4,43% | -22,37% | -25,93% | -14,20% |
| DAX                          | -3,29% | 14,93% | 8,92%  | -12,35% | 1,49%   | 5,09%   |
| STOXX 600 Europe             | -3,44% | 9,55%  | 4,34%  | -12,90% | 6,48%   | 2,18%   |
| Dow Jones Industrial Average | -4,17% | 15,39% | 7,71%  | -8,78%  | 8,30%   | 16,15%  |
| S&P 500                      | -5,90% | 7,08%  | 1,43%  | -19,44% | 2,22%   | 18,84%  |
| Russell 2000                 | -6,64% | 5,80%  | 3,12%  | -21,56% | -10,82% | 5,56%   |
| Nikkei 225                   | -6,70% | 0,61%  | -1,13% | -9,37%  | -4,92%  | 10,31%  |
| NASDAQ100                    | -9,06% | -0,29% | -4,90% | -32,97% | -15,12% | 25,27%  |

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Podsumowując, bazowym scenariuszem na 2023 r. jest stopniowy spadek dynamiki inflacji w głównych gospodarkach, przy czym większe znacznie dla wycen aktywów ryzykownych będzie miało to w Stanach Zjednoczonych. Zagrożeniem pozostaje, paradoksalnie, silny rynek pracy i presja płacowa, co może dać asumpt do utrzymywania jastrzębiej polityki monetarnej w USA i, w efekcie, blokować ekspansję mnożników wycen na rynku akcji. To nie oznacza, że rynek akcji w tym scenariuszu nie będzie rosnąć, lecz sytuację, gdy ewentualne wzrosty wycen są uzależnione tylko od tempa poprawy wyników w spółkach. W związku z tym, zakładamy że potencjalne odbicie rynków akcji będzie stopniowe i naznaczone wciąż podwyższoną zmiennością z istotnym uwypukleniem selekcji. Negatywnie postrzegamy sektory o silnie cyklicznym charakterze i relatywnie wysokich wycenach tj. przede

wszystkim dobra konsumpcyjne oraz nieruchomości, natomiast pozytywnie sektory ochrony zdrowia, w szczególności biotechnologię, czystych technologii, a także cyberbezpieczeństwa.



## **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, publicznie dostępnym na stronie [ipopematfi.pl](http://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 i FIZ.**