



Rynek długu

Listopad przyniósł gwałtowne odreagowanie dotkliwej październikowej wyprzedaży na rynku polskich obligacji skarbowych. Indeks TBSP Poland odnotował rekordową dodatnią miesięczną stopę zwrotu: +6,90%, zaobserwowaną od początku notowania indeksu TBSP Poland, a stopień stromość krzywej dochodowości (10Y-2Y) oscylowała od -30 do 0 p.b. Za kluczowe krajowe wydarzenie na rynku stopy procentowej należy uznać wstrzymanie cyklu podwyżek stóp procentowych przez RPP. Rada po zapoznaniu się z listopadową projekcją inflacji, zdecydowała, wbrew oczekiwaniom rynkowym, utrzymać główną stopę referencyjną na poziomie 6,75%. Wg najnowszej projekcji NBP oczekuje szczytu inflacji na poziomie około 19% r/r w I kwartale 2023 roku, a następnie jej stopniowego spadku do końca przyszłego roku w okolice 8% r/r. Procesom dezinflacyjnym w Polsce ma sprzyjać zacieśnienie polityki pieniężnej przez główne banki centralne oraz znaczne spowolnienie dynamiki wzrostu PKB w Polsce jak i za granicą. Pod koniec listopada rynek kontraktów FRA wyceniał docelowy poziom stopy referencyjnej w perspektywie roku na poziomie około 6,50%, gdzie przed posiedzeniem RPP poziom ten oscylował na poziomie około 8%. Drugim silnym impulsem stojącym za wyraźnymi spadkami rentowności w regionie, jak i w całym agregacie rynków wschodzących, było istotne zaskoczenie odczytami inflacyjnymi, szczególnie w Stanach Zjednoczonych, jak i w krajach eurozony.

Oslabienie amerykańskiego dolara sprzyjało ryzykownym aktywom, co swoimi wypowiedziami starali się tonować członkowie FOMC, sugerując, że tempo podwyżek stóp może być wolniejsze, niemniej jednak bez przesądzania jego docelowego punktu kulminacyjnego. Trzecim elementem wspierającym polski rynek długu były niewątpliwie dane napływające w listopadzie. Obserwowaliśmy istotnie słabsze od konsensusów dynamiki płac (13% r/r, oczekiwano 13,9%), produkcji przemysłowej (6,8% r/r, oczekiwano 7,8%) oraz realnej sprzedaży detalicznej (0,7% r/r, oczekiwano 3,2% r/r). Wreszcie doczekaliśmy się również wyraźnie słabszej od oczekiwań dynamiki inflacji CPI na poziomie 17,4% (konsensus 18% r/r).

W całym miesiącu rentowności polskich obligacji uległy obniżeniu dla poszczególnych tenorów odpowiednio z 8,34% do 6,58% dla 10 lat, z 8,56% do 6,84% dla 5 lat i dla 2 lat z 8,60% do 6,92%. Na głównych rynkach długu rentowności niemieckich 10 latek spadły z 2,14% do 1,93%, a amerykańskich z 4,04% do 3,77%.



Rynek akcji polskich

„Rok 2022 powoli przechodzi do historii. Szczęśliwie jego końcówka, po wielu miesiącach nieprzerwanych spadków, pozwoliła odetchnąć inwestorom. W samym listopadzie indeks WIG20 wzrósł o 13%. MIDWIG i SWIG także wzrosły o 7,5% i 7,1% odpowiednio. Zielono było również na parkietach Europy Zachodniej. Licząc od październikowego dołka indeks WIG wzrósł już prawie o 25%. Ponadto warto tutaj zauważyć, że polska giełda była po raz kolejny zdecydowanie mocniejsza niż pozostałe parkiety w Europie. Analizując główne indeksy europejskie, polski rynek jest jedynym, którego wycena (np. przez wskaźnik EV/EBITDA) jest na historycznym dołku. Głęboki poziom „wyprzedania” polskich spółek, doprowadził więc do znacznie większego odbicia na naszym rynku.

Jest to o tyle pozytywne, że do tej pory giełda warszawska była tą, która spadała najmocniej i jednocześnie tą, która odbijała najłagodniej.

Pośród spółek z WIG20 rosło wszystko oprócz Allegro. Słabe zachowanie kursu (-3,7% vs +13% WIG20) największego polskiego marketplace'u wynikało w głównej mierze z informacji o 2,3 mld zł odpisu inwestycji w Czechach. Zaraportowane przez spółkę wyniki finansowe za 3Q można było uznać za pozytywne, aczkolwiek coraz więcej spółek z ekspozycją na polskiego konsumenta zaczęło doświadczać spowolnienia wzrostu dynamik popytu. Podobny przekaz płynie ze strony spółki Inpost czy Shoper. Co ciekawe delta wyniku w sektorze fashion (LPP, CCC) jest nadal na wysokim, porównywalnym poziomie, co w poprzednich kwartałach. Widać więc, że Polacy są ostrożniejsi w swoich zakupach, ale póki co przede wszystkim w kategoriach dóbr drugiej potrzeby. Jeżeli chodzi o odzież i obuwie to kolekcji jesień zima na pewno sprzyjały niskie temperatury. Na mocnym odbiciu rynku słabiej od całego indeksu zachowywały się spółki defensywne (CPS +3,9%, OPL +4,8%, ACP +6%).

Powodem do optymizmu wśród inwestorów były na pewno odczyty inflacji w strefie euro. W listopadzie wzrost cen nadal utrzymywał się (+10% r/r), ale był po raz pierwszy niższy od oczekiwań rynkowych i niższy niż odczyt październikowy. Optymistyczne dane z US i strefy euro mają wpływ na postrzeganie inflacji w Polsce, ponieważ pozostanie nam tylko i aż problem inflacji bazowej.

Odreagowaniu na giełdach sprzyjało także względne uspokojenie na froncie walk na terenie Ukrainy. Wojska rosyjskie wycofały się z zachodniego brzegu Dniepru, w tym Chersonia. Decyzja, choć niezrozumiała, to zdecydowanie pozytywna.

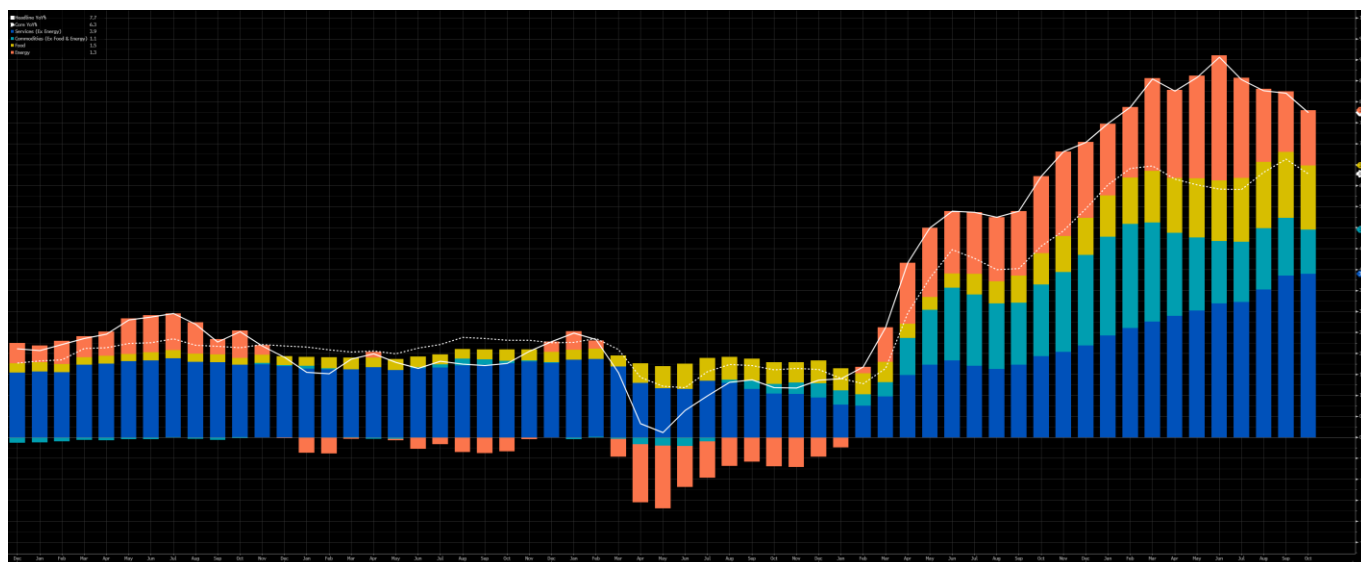
Poprawę sentymentu i wyższe ceny akcji zachęciły niektórych insiderów do sprzedaży części swoich akcji. W ciągu zaledwie 2 tygodni mieliśmy ABB na akcjach spółki Selvita oraz Benefit. Oba pakiety znalazły bez problemu nowych właścicieli.

Po ostatnich wzrostach na giełdzie trudno oczekiwać, że w grudniu będziemy dodatkowo świadkami „rajdu świętego Mikołaja”. Uwzględniając jednak niski poziom wycen polskich spółek nadal mamy dużo miejsca na dalsze wzrosty cen akcji.



Globalny Rynek Akcji

Listopad na globalnych rynkach był kolejnym burzliwym miesiącem, do czego bieżący rok zdążył już przyzwyczaić inwestorów. Pierwsze dni stały pod znakiem silnych spadków, w obszarze spółek wzrostowych były one znacznie dotkliwsze niż na szerokim rynku. Uwaga rynku dość szybko przesunęła się na odczyt dynamiki inflacji CPI w USA, która okazała się wyraźnie niższa od oczekiwań, co spowodowało eksplozję optymizmu i poprawę koniunktury, co ważne na wielu klasach aktywów, a nie tylko na rynkach akcji. Pojedyncze odczyty danych makroekonomicznych są trudne do prognozowania, lecz w szerszym ujęciu dało się założyć, co sygnalizowaliśmy w poprzednich komentarzach, że dezinflacja uwidoczni się w USA w II połowie roku. W istocie, jedyny komponent inflacyjno-genny to utrzymująca się inflacja cen usług, co w inflacyjnym środowisku jest zawsze zmienną opóźnioną. W 2021 r. największy problem wystąpił z inflacją głównie w obszarze dóbr trwałego użytku, a w I połowie roku z inflacją cen surowców wskutek napięć podaźowych wywołanych inwazją na Ukrainę. Poniższe rozbitcie kontrybucji do inflacji CPI bardzo dobrze obrazuje powyższe. Warto dostrzec, że faktyczny szczyt dynamiki inflacji CPI mieliśmy już w czerwcu, lecz rynki finansowe w swojej masie potrzebowały niemalże pół roku, aby to dostrzec.



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Siłą rzeczy, spadek dynamiki inflacji zaowocował skokowym wzrostem oczekiwań na pivot Fed i spadkiem oczekiwań na 75 pb podwyżkę w grudniu, co z kolei doprowadziło do spadku terminalnej stopy procentowej w obecnym cyklu podwyżek poniżej 5%. Oczywiście, te ruchy są naturalne w świetle szerokiego zestawu danych z amerykańskiej gospodarki i widzimy pojawiające się prognozy o inflacji CPI na poziomie 3% w przyszłym roku, lecz w naszej ocenie jest to skrajnie optymistyczny scenariusz w tym momencie. Jastrzębia polityka Fed potrzebuje ok. 18 miesięcy, aby odzwierciedlić się we wskaźnikach koniunktury oraz inflacji, więc wydaje się, iż spowolnienie dynamiki inflacji do ok. 4% za 12 miesięcy jest bardziej realnym scenariuszem. Niemniej, dezinflacja jest faktem i w naszej ocenie cykl podwyżek jest z nadwyżką wyceniony przez rynki akcji.

Najbardziej poszkodowane procesem dyskontowania są spółki wzrostowe oraz segment małych spółek i w tym obszarze warto szukać najciekawszych okazji inwestycyjnych. Na innych rynkach głównym beneficjentem „wiatru w plecy” okazały się metale szlachetne oraz rynki wschodzące, głównie wskutek silnego osłabienia dolara amerykańskiego. Ceny złota i srebra zwyżkowały odpowiednio o ponad 8% oraz 15% i w tym przypadku przerwana została niezwykle długa passa 7 spadkowych miesięcy z rzędu. W takim otoczeniu bardzo mocno zniżkowały także rentowności długu rządowego na świecie, a rentowność amerykańskich 10-latek spadła na koniec listopada do 3,60% z niemal 4,25% pod koniec października.

KLASA AKTYWÓW	INDEKS	YTD	1M	3M	6M	12M	36M
AKCIE	MSCI Emerging Markets	-21,08%	14,64%	-2,19%	-9,78%	-19,81%	-6,52%
	MSCI World Value	-6,32%	7,01%	6,99%	-1,68%	-0,30%	10,89%
	MSCI World	-15,81%	6,80%	3,56%	-2,51%	-12,28%	18,70%
	MSCI World Growth	-25,14%	6,57%	0,07%	-3,39%	-23,61%	23,13%
	MSCI World Small Cap	-17,11%	6,04%	2,51%	-2,94%	-14,14%	12,03%
	Indeks VIX	19,51%	-20,48%	-20,45%	-21,42%	-24,31%	63,07%
FX i SUROWCE	Złoto spot	-3,32%	8,26%	3,36%	-3,75%	-0,34%	20,80%
	Bloomberg Commodity Index	17,02%	2,38%	-4,59%	-11,64%	21,14%	50,50%
	EURPLN	1,82%	-1,00%	-1,08%	1,91%	0,26%	8,19%
	Bloomberg Dollar Spot Index	8,21%	-4,83%	-1,99%	3,50%	7,37%	5,03%
	Ropa Brent	9,84%	-9,91%	-11,46%	-30,45%	21,06%	36,84%
DŁ	Bloomberg Global High Yield Index	-13,28%	5,01%	1,81%	-3,53%	-11,67%	-3,84%

Bloomberg Global Aggregate Index -16,70% **4,71%** -1,36% -6,34% -16,82% -12,81%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Za oceanem zakończył się także sezon wyników kwartalny, który przyniósł na poziomie zagregowanym stosunkowo niewielkie, pozytywne zaskoczenia na przychodach i zyskach netto. Na poziomie szczegółowym działa się oczywiście znacznie więcej i warto wyróżnić kilka sektorów. Prym wiodły spółki paliwowe, gdzie konsensus nie doszacował wpływu wysokich cen węglowodorów na przychody i zyski netto. Ponadto, bardzo solidny zestaw wyników zaraportował spółki z sektora ochrony zdrowia, zwłaszcza w segmencie producentów sprzętu medycznego, gdzie dodatkowo Johnson & Johnson zdecydował się przejąć Abiomed za ponad 16 mld USD. Negatywne niespodzianki dotyczyły głównie spółek z relatywnie znaczną ekspozycją na produkty i usługi związane z COVID-19, gdzie objawił się problem zbyt dużych zapasów zgromadzonych pod potencjalnie kolejną, zimową falę pandemii. Dane ze spółek konsumpcyjnych potwierdziły z kolei, iż amerykańskie gospodarstwa domowe przesunęły strukturę wydatków w kierunku dóbr podstawowych, ograniczając budżety na dobra cykliczne i luksusowe. Jest to raczej oczekiwana sytuacja w tej fazie rozwoju spowolnienia/recesji gospodarczej i nie było źródłem ogólnorynkowej zmienności, w przeciwieństwie do pamiętnego kwietnia i maja bieżącego roku.

INDEKSY (30.11.2022)	YTD	↑1M	3M	6M	12M	36M
MSCI Emerging Markets	-21,08%	14,64%	-2,19%	-9,78%	-19,81%	-6,52%
WIG	-19,10%	11,15%	11,73%	-2,39%	-17,34%	-2,51%
DAX	-9,37%	8,63%	12,17%	0,06%	-4,66%	8,77%
STOXX 600 Europe	-9,79%	6,75%	6,00%	-0,75%	-4,95%	8,00%
Dow Jones Industrial Average	-4,81%	5,67%	9,77%	4,85%	0,31%	23,31%
NASDAQ100	-26,29%	5,48%	-1,97%	-4,84%	-25,45%	43,15%
S&P 500	-14,39%	5,38%	3,16%	-1,26%	-10,66%	29,90%
Russell 2000	-15,98%	2,15%	2,30%	1,21%	-14,20%	16,13%
Nikkei 225	-2,86%	1,38%	-0,44%	2,53%	0,53%	20,07%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Obserwując bieżącą sytuację rynkową, inwestorzy zapewne będą szukać potwierdzenia trendów dezinflacyjnych, a droga do docelowych poziomów inflacji CPI będzie prawdopodobnie wyboista, gdyż inflacja ma zazwyczaj uporczywy charakter, a pozytywne dane makro, zwłaszcza z amerykańskiego rynku pracy, będą wzmacniać tezę o niedostatecznym schłodzeniu gospodarki i konieczności bardziej agresywnego zacieśniania, co z kolei może ograniczać tempo odbicia na rynkach akcji. W długim terminie wyceny spółek determinowane są raportowanymi przez nie wynikami, stąd w obecnych uwarunkowaniach rynkowych kluczem do właściwej selekcji jest ocena, które sektory, czy konkretne spółki są najbardziej odporne na bieżące zawirowania rynkowe i gdzie długoterminowa trajektoria i wektory wzrostu wyników są nienaruszone.



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 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.