



## Rynek długu

Październik przyniósł nowe rekordowe poziomy rentowności na rynku polskich obligacji skarbowych. Obligacje z sektora 2 letniego osiągnęły chwilowo rentowności w okolicach 9,35%, podczas gdy długi koniec krzywej obligacyjnej testował poziomy 9%. Indeks TBSP Poland odnotował stratę rządu 3,51%, a stopień stromość krzywej dochodowości (10Y-2Y) oscylowała od -30 do 0 p.b. W październiku Rada Polityki Pieniężnej, ku zaskoczeniu rynków finansowych, zdecydowała o pozostawieniu stóp procentowych na niezmienionym poziomie 6,75% (oczekiwano 7%). Prezes Adam Glapiński zasygnalizował, iż RPP nie kończy cyklu, a jedynie go wstrzymuje, najprawdopodobniej czekając na listopadowe wyniki projekcji inflacji. Decyzja RPP oraz kolejne rządowe zapowiedzi zwiększenia wydatków budżetowych w 2023 roku istotnie podminowały wiarę rynków w rychłe zejście inflacji do poziomów jednocyfrowych. W ciągu miesiąca kontrakty FRA na stopę procentową wzrosły o około 100 p.b. wyceniając docelowy poziom stopy referencyjnej w ciągu roku na 8%. Słabość polskich papierów rządowych dodatkowo wzmacniały relatywnie mocne miesięczne dane ze sfery realnej gospodarki. Dynamiki inflacji konsumenckiej, CPI oraz Core CPI (inflacja bazowa) ponownie przyspieszyły do poziomów odpowiednio 17,9% r/r, 10,7% r/r. Z kosmetycznym spadkiem mieliśmy natomiast do czynienia w przypadku inflacji cen producentów PPI: 24,6% r/r (ostatnio 25,5% r/r). Silne zaskoczenie odnotowaliśmy w rocznej dynamice płac (14,5% r/r, oczekiwano 13,4% r/r), co wskazuje wyraźnie, iż spirala płacowo cenowa w gospodarce nie słabnie. Produkcja przemysłowa wykazała mniejszy od oczekiwań spadek dynamiki (9,8% r/r, oczekiwano 8,8% r/r), a sprzedaż detaliczna w kategoriach realnych wzrosła o 4,1% r/r, oczekiwano 4,6%. Na koniec października ECB podniósł stopy procentowe o 75 p.b. ustalając stopę referencyjną na poziomie 2%. Prezes Christine Lagarde zakomunikowała, iż stopy będą dalej podnoszone pomimo wzrostu ryzyka recesji w eurozonie.

W całym miesiącu rentowności polskich obligacji skarbowych wzrosły dla poszczególnych tenorów odpowiednio z 7,15% do 8,34% dla 10 lat, z 7,37% do 8,56% dla 5 lat i dla 2 lat z 7,40% do 8,60%. Na głównych rynkach długu rentowności niemieckich 10 latek wzrosły z 2,11% do 2,14%, a amerykańskich z 3,74% do 4,04%.



## Rynek akcji polskich

Październik był bardzo dobrym miesiącem dla inwestorów na rynkach akcyjnych, w zasadzie na całym świecie (MSCI ACWI urósł niemal 6%), z wyjątkiem Chin (-14,7%), które ciążyły krajom rozwijającym się (MSCI EM spadł o ponad 3%). Co mogło cieszyć, warszawski parkiet w końcu wyróżnił się pozytywnie, będąc w minionym okresie jednym z najlepszych indeksów na świecie (WIG +9,7%). Motorem napędowym wzrostów były przede wszystkim duże spółki reprezentowane przez indeks WIG20, który urósł 11,5%.

Miniony miesiąc można byłoby podzielić na dwie, zgoła odmienne, połowy. Jeszcze 13 października notowaliśmy nowe minima na giełdzie i dopiero w drugiej części indeksy mocno „ruszyły na północ”. Co ciekawe miało to miejsce po napływie danych o inflacji w Stanach Zjednoczonych, które mimo wszystko zaskoczyły negatywnie. Widocznie duża część inwestorów oceniała, że skala niespodzianki zmniejszyła się w porównaniu do września, a zatem można ponownie zacząć dyskontować wyplaszczanie dynamiki wzrostów cen. Jeśli weźmiemy pod uwagę, że sentyment

wśród zarządzających funduszy (tak w Polsce, jak i na świecie) był mocno negatywny, a różne raporty wskazywały na rekordowo niskie zaangażowanie w akcje, to miejsca do takiego technicznego odbicia było sporo.

Decyzja Rady Polityki Pieniężnej, na ostatnim posiedzeniu, o braku podwyżki stóp procentowych, wywołała sporo zamieszania. Odczuli to przede wszystkim inwestujący w polskie papiery skarbowe, tak na zmiennym, jak i na stałym oprocentowaniu. Naszym zdaniem, tak dobre zachowanie polskiej giełdy, w otoczeniu rosnących rentowności, stanowi potwierdzenie tezy, o relatywnej atrakcyjności polskich instrumentów udziałowych. Nawet po spadku obligacji na całej długości krzywej, premia za ryzyko z tytułu inwestycji w akcje krajowych spółek wciąż przewyższa swoją długoterminową średnią. Jest to spójne z koncepcją, w której w otoczeniu podwyższonej inflacji i wciąż realnego wzrostu gospodarczego (a najniższe prognozy wzrostu PKB dla Polski na przyszły rok mówią o 0,7% ekspansji), stopy zwrotu z akcji powinny być wyższe od długu.

Zdecydowanie najlepszym sektorem w kilku ostatnich tygodniach były banki. Będące od kilku miesięcy pod mocną polityczną presją, w końcu dynamicznie odbiły (WIG Banki +23,5% w październiku). W naszej opinii wyceny sektora dyskontowały już przynajmniej część negatywnych ryzyk (podatek od zysków nadzwyczajnych, jakaś kolejna runda wakacji kredytowych w 2023r., restrukturyzacja Getin Noble Banku), ponad te już ogłoszone (wyższe składki na BFG, 8 miesięcy wakacji kredytowych, aprecjacja kursu CHFPLN i kredyty „frankowe”). Przykład chociażby Banku Millenium, który po zawiązaniu rekordowo wysokich rezerw w wynikach za 3Q'22, przestał spełniać wymogi kapitałowe, wskazuje, że powoli dochodzimy do ściany, jeśli chodzi o obciążenia dla sektora, w krótkim terminie. Kroku bankom próbował dotrzymać sektor gier (+14,8%), ciągnięty akcjami CD Projekt, który rozbudził nadzieje inwestorów nową strategią rozwoju. Pozytywny sentyment udzielił się także pozostałym spółkom „gamingowym”, po części pewnie z uwagi na rosnący od kilku miesięcy kurs USD, a po części z uwagi na stabilizację przychodów i generację gotówki na atrakcyjnym poziomie. Należy zwrócić uwagę, że przedsiębiorstwa z tej branży w dużo mniejszym stopniu dotknięte są negatywnymi czynnikami z „tradycyjnej gospodarki”, takimi jak rosnące ceny energii, dlatego mogą być interesującym tematem inwestycyjnym w najbliższych kwartałach.

Negatywnie wyróżniał się sektor energetyczny. Politycy partii rządzącej prześcigali się w nowych pomysłach, destrukcyjnych dla modeli biznesowych sprzedawców i producentów prądu. Chaos legislacyjny, w połączeniu z informacjami o niedoborach na rynku węgla, prognozach zwielokrotnionych rachunków za energię w przyszłym roku, nie sprzyjały sentymentowi do sektora. W obliczu zbliżających się wyborów parlamentarnych, wymienione wcześniej czynniki skutecznie odrzucały inwestorów od inwestycji w spółki energetyczne, które zaliczyły na przestrzeni ostatniego miesiąca kilkanaście spadkowych sesji z rządu.

Przedsiębiorstwa średnie (MWIG40 +7,6%) i mniejsze (4,2%) zaliczyły bardziej umiarkowane odbicie. Wystąpiła również duża dysproporcja pomiędzy stopami zwrotu z poszczególnych spółek. Jest to o tyle interesujące, że znajdujemy się w okresie publikacji wyników kwartalnych i to właśnie zaprezentowane sprawozdania i kwartalne zyski lub prognozy analityków były tymi czynnikami, które były przyczyną tej dysproporcji. Wszystko wskazuje na to, że w okresie niepewności i oczekiwania spowolnienia gospodarczego tym ważniejsze są trwałe fundamenty biznesowe, a zatem tym ważniejsza będzie selekcja spółek do portfela.

Największe ryzyka w nadchodzącym okresie będą dotyczyły przede wszystkim sytuacji gospodarczej, ze szczególnym uwzględnieniem ewentualnej słabości polskiej waluty, w obliczu wciąż utrzymującej się wysokiej inflacji i przesuwanego się oczekiwanego szczytu dynamiki z 4Q'22, na 1Q'23. Ciepła jesień tchnęła trochę nadziei na europejskim rynku energii. Mniejsze zużycie gazu w tym okresie przyniosło wyraźne spadki cen tego surowca, a w konsekwencji także hurtowych cen energii elektrycznej na giełdach. Mimo to, koszty energii, ich wpływ na europejski przemysł i konsumenta wciąż stanowią istotny czynnik ryzyka na 2023r. Fiasko „podatku Sasina” daje nadzieję, że

unikniemy szerokiego podatku od zysków nadzwyczajnych, ale zbliżające się wybory mogą skłaniać polityków, do przedstawiania kolejnych destrukcyjnych pomysłów dla polskiej giełdy. Niezmiennie do inwestycji na warszawskim parkiecie zniechęca trwająca wojna w Ukrainie, chociaż w tej chwili prawdopodobieństwo dalszej jej eskalacji nieco zmalało.

Dynamiczne odbicie, po uformowaniu podwójnego dołka i mocniejsze wzrosty polskiej giełdy w porównaniu do innych giełd europejskich, ale przede wszystkim krajów rozwijających się, dają nadzieję na pozytywne stopy zwrotu z akcji do końca roku. Niskie wyceny krajowych spółek, uwzględniają w naszej opinii scenariusz recesyjny i mocne spadki zysków, co pozostawia sporą przestrzeń do pozytywnych zaskoczeń, a w konsekwencji pozwala być umiarkowanie optymistycznym także w średnim terminie.



## Globalny Rynek Akcji

Patrząc na stopy zwrotu z głównych indeksów za październik można odnieść wrażenie, że na rynki wrócił optymizm, co częściowo jest prawdą, ale jak zwykle znacznie więcej kryje się w szczegółach. A tutaj widzimy, że wzrosty na rynkach akcji były bardzo zróżnicowane w zależności od sektora. Prym wiodły sektory silnie cykliczne jak paliwowy, przemysłowy oraz finansowy, które są licznie reprezentowane w dużych agregatach rynkowych takich jak indeks MSCI World. Dla sektora paliwowego oczywistą przyczyną jest dynamiczny wzrost cen ropy naftowej na rynkach. Ponadto, nieco zaskakujący jest fakt, iż w USA dwucyfrowy wzrost zanotował sektor dóbr konsumenckich, co może dziwić z uwagi na fakt słabnącej globalnej konsumpcji i rozczarowujących prognozach wyników Amazona na IV kw., które są jednym z najlepszych wskaźników globalnej konsumpcji. Natomiast, jak zerkniemy na motory wzrostu w tym obszarze to widzimy spore grono spółek, gdzie wyników nie możemy ocenić pozytywnie, a tylko spekulować (np. touroperatorzy), więc struktura wzrostu jest dyskusyjna. Na rynkach długu obserwowaliśmy kontynuację trendu i amerykańskie 10-latkami na koniec miesiąca „płaciły” rekordowo ponad 4%, co negatywnie odzwierciedliło się w wycenach spółek wzrostowych na świecie, a zwłaszcza na rynku amerykańskim.

KLASA AKTYWÓW	INDEKS	YTD	↑ 1M	3M	6M	12M	36M
AKCJE	MSCI World Value	-12,45%	9,58%	-3,32%	-6,53%	-10,51%	5,50%
	MSCI World Small Cap	-21,83%	7,97%	-6,60%	-8,86%	-23,02%	8,96%
	MSCI World	-21,17%	7,11%	-7,23%	-8,87%	-19,75%	14,07%
	MSCI World Growth	-29,76%	4,56%	-11,14%	-11,51%	-28,86%	19,50%
	MSCI Emerging Markets	-31,16%	-3,15%	-14,65%	-21,19%	-32,94%	-18,60%
	Indeks VIX	50,29%	-18,15%	21,33%	-22,51%	59,16%	95,76%
FX I SUROWCE	Ropa Brent	21,92%	7,81%	-13,80%	-13,27%	12,38%	57,45%
	Bloomberg Commodity Index	14,30%	1,67%	-6,96%	-12,46%	9,67%	43,06%
	Bloomberg Dollar Spot Index	13,70%	-0,24%	5,29%	7,17%	14,97%	11,58%
	Złoto spot	-10,70%	-1,63%	-7,50%	-13,88%	-8,40%	7,97%
	EURPLN	2,85%	-2,85%	-0,44%	0,71%	2,32%	10,70%
DŁUG	Bloomberg Global High Yield Index	-17,41%	2,14%	-4,52%	-8,22%	-17,55%	-8,35%
	Bloomberg Global Aggregate Index	-20,44%	-0,69%	-9,51%	-10,31%	-20,79%	-17,36%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Oczekiwania rynku na ewentualny zwrot w polityce monetarnej Fed zostały (tuż po zakończeniu miesiąca) gwałtownie stłumione przez przewodniczącego Powella, który wyraźnie zasygnalizował utrzymanie jastrzębiego kursu po posiedzeniu FOMC. Na moment pisania tego komentarza rynki zakładają szczytową stopę w cyklu

podwyżek na poziomie ponad 5% w czerwcu przyszłego roku. Oczywiście jedyną zmienną, która jest w stanie ten scenariusz zmienić jest spadek dynamiki inflacji, co zapewne nastąpi w najbliższym czasie, lecz trudno jednoznacznie ocenić w jakim tempie będą postępować procesy dezinflacyjne, które są jednocześnie uzależnione w dużym stopniu od stopnia spowolnienia gospodarczego. Co prawda różne wskaźniki wyprzedzające dla amerykańskiej gospodarki wskazują, iż szczyt inflacyjny został już osiągnięty, lecz zupełnie osobną sprawą jest moment, w którym przełoży się to na szeroki rynek, spodziewamy się, że takim momentem będzie dopiero, istotne zaskoczenie in minus w odczycie dynamiki inflacji CPI lub core PCE.

W październiku rozpoczął się okres publikowania raportów wynikowych za III kw., który w gronie spółek z indeksu S&P 500 (ponad 60% już opublikowało wyniki) przyniósł dość symboliczne poziomy zaskoczeń na przychodach (nieco ponad 1%) i zyskach netto (ok. 1,5% vs ok. 6,6% średnia za poprzednie 4 kwartały). Ogólnie ponad 60% spółek pozytywnie zaskoczyło na poziomie EPS, lecz jest to wartość istotnie niższa niż w poprzednich okresach (średnia za poprzednie 4 kwartały wynosi ok. 74%). Na poziomie przychodów największe pozytywne zaskoczenia zanotowały spółki użyteczności publicznej oraz finansowe, natomiast na poziomie EPS-ów spółki paliwowe, ochrony zdrowia oraz konsumpcyjne. Negatywnie wyróżniły się spółki przemysłowe, które rozczarowały zarówno na poziomie przychodów, jak i zysków netto. Dużo więcej oczywiście dzieje się na poziomie poszczególnych spółek, gdzie obserwujemy spektakularne zaskoczenia po obu stronach, aczkolwiek siłą rzeczy więcej jest tych negatywnych. Najlepszym tego przykładem są megacapy technologiczne, chociaż to pojęcie w zasadzie przestało być aktualne w ostatnim czasie. Z grona spółek FAANG (Meta Platforms, Apple, Amazon, Netflix i Alphabet) tylko Netflix i Apple zdołały przebić oczekiwania rynkowe i pokazać lepsze wyniki. Pozostałe spółki mocno rozczarowały, aczkolwiek zupełnie różne były tego przyczyny. Akcje Meta Platforms zostały „ukarane” ok. 25% spadkiem dzień po publikacji raportów i konferencji zarządu, ponieważ same wyniki niekoniecznie były aż tak złe, ale inwestorzy są bardzo sceptyczni wobec strategii spółki tj. mocnego postawienia na metaverse, co skutkuje „paleniem” gotówki na dużą skalę w kolejnych kwartałach, a zapewne i latach. W Alphabet rozczarowały natomiast same wyniki, a w Amazonie przede wszystkim prognoza wyników na IV kw., gdzie zobaczyliśmy mocne cięcie na prognozie przychodów oraz zysku operacyjnego (przedział 0-4 mld USD wobec oczekiwanych wcześniej 5 mld USD). Dodajmy do tego jeszcze wyniki Microsoftu, gdzie rozczarowały wyniki segmentu chmurowego i wywołały silny cios w sentyment do sektora technologii oraz w zasadzie całego rynku akcji. Spółki w komentarzach do wyników jednogłośnie wskazywały na silnego dolara amerykańskiego, słabnącą konsumpcję, a Microsoft...nawet na wysokie ceny prądu, co może zagrażać tempu adopcji przetwarzania w chmurze.

W tle mieliśmy jeszcze wyniki części spółek z obszaru półprzewodników, które są dosyć istotne w kontekście ogólnego sentymentu. Wyniki spółek z ekspozycją na konsumenta detalicznego w istocie nie były najlepsze, ale wydaje się, że wyceny zdyskontowały to już odpowiednio wcześniej, natomiast spółki eksponowane na segment biznesowy, zwłaszcza te mniejsze o specjalistycznym profilu produktowym, zaraportowały wyniki lepsze od prognoz.

INDEKSY (31.10.2022)	YTD	↑ 1M	3M	6M	12M	36M
Dow Jones Industrial Average	-9,92%	13,95%	-0,34%	-0,74%	-8,62%	21,03%
Russell 2000	-17,75%	10,94%	-2,04%	-0,92%	-19,60%	18,20%
WIG	-27,22%	9,71%	-8,32%	-12,68%	-31,46%	-12,72%
DAX	-16,56%	9,41%	-1,71%	-5,99%	-15,52%	3,01%
S&P 500	-18,76%	7,99%	-6,25%	-6,29%	-15,92%	27,47%
Nikkei 225	-4,18%	6,36%	-0,77%	2,75%	-4,52%	20,33%
STOXX 600 Europe	-15,50%	6,28%	-5,95%	-8,48%	-13,31%	3,89%

NASDAQ100	-30,11%	3,96%	-11,91%	-11,27%	-28,04%	41,09%
MSCI Emerging Markets	-31,16%	-3,15%	-14,65%	-21,19%	-32,94%	-18,60%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Sezon wyników kwartalnych wciąż trwa, lecz już teraz można spodziewać się, erozji oczekiwań wyników w kolejnych okresach, co historycznie zbiegało się z wyznaczaniem dna rynku niedźwiedzia na rynku akcji. Warto zaznaczyć, że owa erozja postępowała w zasadzie w sposób ciągły od początku III kw. i dotyczyła głównie zysków netto, natomiast nie wzruszone pozostawały przychody. Wydaje się to mało racjonalne w sytuacji, gdy nawet Amazon obniżył prognozę przychodów, a konsumpcja w USA niechybnie będzie musiała ulec obniżeniu, na co zwracaliśmy uwagę w poprzednim komentarzu (skrajnie niska stopa oszczędności, negatywny efekt majątkowy). Niemniej, trzeba wspomnieć iż „ubijanie” dołka to proces rozłożony w czasie i różne sektory oraz spółki robią to w różnym czasie. Nie zmieniając zdania uważamy, że sektor biotechnologiczny, czystych technologii oraz OZE, a także półprzewodników najgorsze mogą mieć już za sobą. W szeroko rozumianym sektorze technologicznym sytuacja jest bardziej skomplikowana, gdyż wstępne wyniki w pojedynczych spółkach wykazują dosyć wysoką jakość i stabilność, podczas gdy w innych widzimy spore spowolnienie, co wywołuje gwałtowne i głębokie spadki wycen. W tym obszarze z pewnością mamy bardzo zaawansowany proces „oddzielania ziaren od plew”.

Podsumowując, uwaga szerokiego rynku jest wciąż skupiona na odczytach inflacji w USA oraz komunikatach i decyzjach FOMC. Na poziomie szczegółowym większe znaczenie mają obecnie raportowane wyniki za III kw., które w naszej ocenie pozwolą spozycjonować portfele na następny rok czy też, patrząc bardziej perspektywicznie, już na odbicie w nowym cyklu koniunkturalnym.



#### 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.**