



Rynek długu

Rok zakończył się pozytywnie dla posiadaczy obligacji skarbowych, w grudniu rentowności mocno spadły w dół. Obligacje dziesięcioletnie odnotowały zmianę z 5,50% na 5,19%, pięcioletnie 5,32% na 5,01%, a dwuletnie z 5,33% na 4,99%. Podobnie zachowywały się papiery na głównych rynkach; niemieckie papiery dziesięcioletnie odnotowały zmianę z 2,44% na 2,02%, a amerykańskie z 4,32% na 3,87%.

Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe na niezmienionym poziomie (referencyjna 5,75). Rada oceniła, że obecny poziom stóp procentowych oddziałuje w kierunku spadku inflacji i sprzyja realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie. Większość Rady uważa, że w kolejnych miesiącach inflacja będzie się obniżać wolniej niż w ostatnich miesiącach, a cel inflacyjny zostanie osiągnięty w IV kwartale 2025 roku. Niepewność nadal budzi przyszła polityka fiskalna i regulacyjna nowego rządu.

Według prezesa Adama Glapińskiego przełomowy w kwestii zmiany stóp procentowych może być marzec przyszłego roku, kiedy NBP opublikuje nową projekcję inflacji.

FED pozostawił stopy procentowe bez zmian. Jerome Powell podczas konferencji wskazał, że obecny poziom stóp może być szczytowy, a członkowie Komitetu rozmawiali o potencjalnym momencie rozpoczęcia obniżek. Jak ocenił, gospodarka jest silna, dezinflacja postępuje, ale droga do osiągnięcia celu inflacyjnego pozostaje długa, jednocześnie, jeśli zajdzie taka potrzeba FED dokona zacieśnienia monetarnego. Niemniej jednak wydźwięk konferencji był zdecydowanie gołębi, na co rynek zareagował sporymi spadkami rentowności obligacji, zwłaszcza na krótkim końcu (obligacje 2 letnie łącznie 30pb).

Europejski Bank Centralny również nie zmienił stóp procentowych, ale prezes Ch. Lagarde nie była w swoich wypowiedziach tak gołębia, jak bankierzy zza oceanu. Rada Prezesów w ogóle nie dyskutowała na temat obniżki stóp procentowych., Prezes podkreśliła, że między podwyżkami, a obniżkami nastąpi długa przerwa a stopy pozostaną na wystarczająco restrykcyjnych poziomach tak długo, jak to będzie konieczne.

Nowy rząd przedstawił projekt budżetu na 2024 r., według założeń dochody wyniosą około 682 miliardów złotych, a deficyt nie więcej niż 184 miliardy złotych (wobec 165 mld zł w budżecie z sierpnia). Wzrost Produktu Krajowego Brutto (PKB) ma osiągnąć poziom 3 procent, a zakładana inflacja 6,6%.

Bardziej klarowna staje się kwestia środków z KPO, po zatwierdzeniu zmodyfikowanego planu odbudowy do Polski napłynie 59,8 zamiast 35,4 mld EUR. W ramach zaliczki z REPower Polska już otrzymała 5 mld EUR przeznaczonych na transformację energetyczną. W 2024 powinno wpłynąć prawie 18,5 mld EUR środków z KPO, w ramach trzech pierwszych wniosków o płatność, w tym prawie 8 mld EUR w ramach grantów oraz 10,5 mld EUR w ramach części pożyczkowej. Napływ funduszy jest spodziewany w kwietniu 2024.



Globalny Rynek Akcji

W grudniu na rynkach utrzymała się kontynuacja pozytywnego sentymentu z listopada i na głównych parkietach notowaliśmy wzrosty, przy czym wyróżnił się zwłaszcza koszyk spółek o mniejszej kapitalizacji, który znacząco rozczarowywał w zasadzie przez cały rok. Może to sygnalizować, iż inwestorzy na rynku akcji uwierzyli, iż FOMC zakończył cykl podwyżek i w 2024 r. czekają nas obniżki stóp procentowych w USA, aczkolwiek zmienność oczekiwań wobec tempa tego procesu będzie nadal generować zmienność rynkową. Na ten moment inwestorzy zakładają pierwszą obniżkę już w marcu, a rok powinniśmy zakończyć ze stopą funduszy federalnych na poziomie 4%. Naturalnie, te oczekiwania odzwierciedlało zachowanie rynku długu, gdzie rentowność amerykańskich 10-latek zakończyła rok na poziomie 3,78%, co oznacza spadek od październikowego szczytu o ponad 120 punktów bazowych. Ostatni raz z takim ruchem i dużym obniżeniem się rentowności mieliśmy do czynienia u progu wybuchu pandemii COVID-19 w 2020 r., a w normalnym otoczeniu jeszcze w okresie IV kw. 2018 r. – I kw. 2019 r. W tle obserwowaliśmy także osłabienie dolara amerykańskiego, co wspierało ceny metali szlachetnych, lecz niejednorodnie, gdyż ceny złota i platyny wzrosły odpowiednio o 1,30% oraz 6,71%, lecz z kolei cena srebra spadła o 5,84%.

KLASA AKTYWÓW	INDEKS	↑ 1M	3M	6M	12M	24M	36M
AKCJE	MSCI World Small Cap	9,48%	12,11%	6,75%	13,78%	-9,01%	4,00%
	MSCI World Value	5,24%	8,75%	6,07%	8,67%	-0,75%	18,31%
	MSCI World	4,81%	11,07%	6,82%	21,77%	-2,10%	17,81%
	MSCI World Growth	4,40%	13,20%	7,47%	35,95%	-4,90%	15,04%
	MSCI Emerging Markets	3,71%	7,45%	3,46%	7,04%	-16,28%	-20,72%
	Indeks VIX	-3,64%	-28,94%	-8,39%	-42,55%	-28,16%	-45,27%
FX I SUROWCE	Złoto spot	1,30%	11,60%	7,48%	13,10%	13,68%	8,67%
	EURPLN	-0,28%	-6,10%	-2,02%	-7,30%	-5,51%	-4,77%
	Bloomberg Dollar Spot Index	-2,10%	-4,19%	-1,63%	-2,70%	3,04%	8,26%
	Bloomberg Commodity Index	-3,10%	-5,91%	-2,79%	-12,55%	-0,79%	26,38%
	Ropa Brent	-6,99%	-19,17%	2,86%	-10,32%	-2,87%	48,73%
DŁUG	Bloomberg Global Aggregate Index	4,16%	8,10%	4,22%	5,72%	-11,27%	-15,63%
	Bloomberg Global High Yield Index	4,03%	8,56%	8,37%	14,04%	-0,37%	0,53%

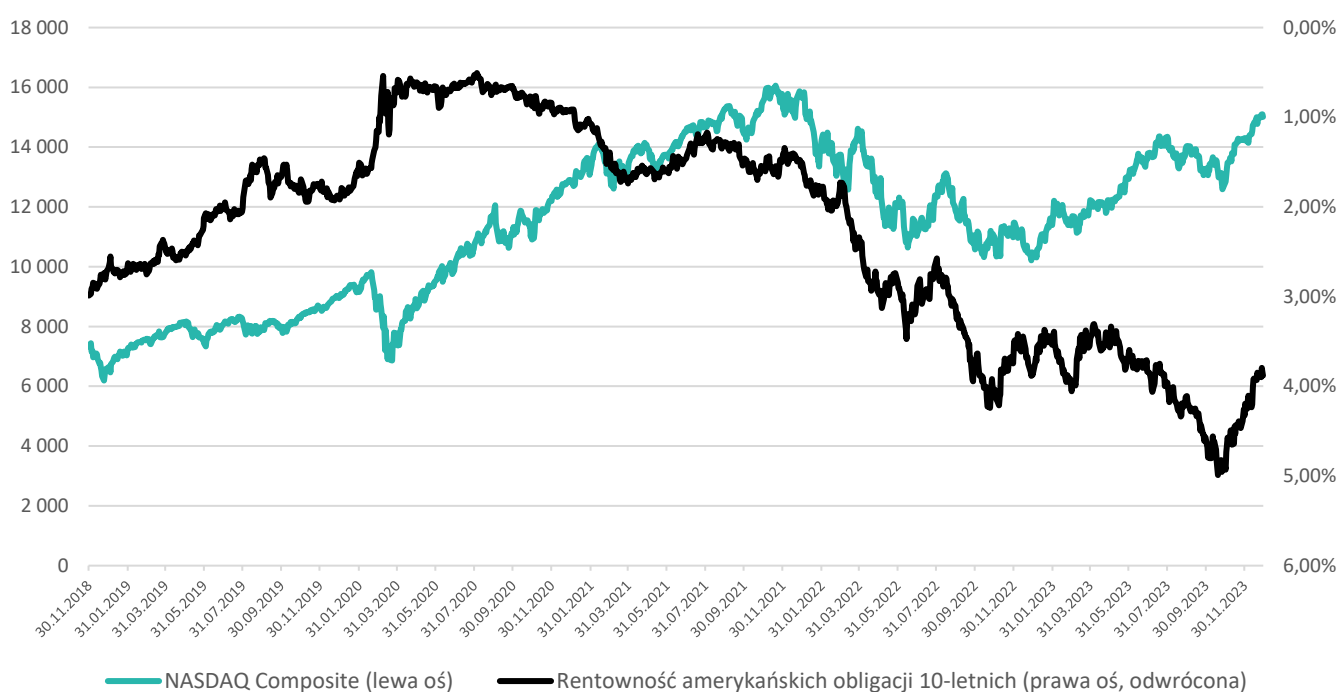
Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Wybiegając już w 2024 r., w amerykańskiej gospodarce oczekujemy relatywnie stabilniejszego otoczenia, co w naszej ocenie byłoby pozytywnym scenariuszem, jeśli brać pod uwagę ostatnie pełne turbulencje i zaskoczeń lata. Prognozowany (wg. Bloomberg) wzrost realnego PKB winien kształtować się na poziomie 1,30% przy dynamice inflacji CPI równej 2,6% oraz stopie bezrobocia wynoszącej 4,2%. Do wzrostu PKB pozytywnie powinny kontrybuować wszystkie jego komponenty (konsumpcja prywatna i publiczna, inwestycje, eksport netto). Kluczowe oczywiście będzie zachowanie amerykańskiego konsumenta, gdzie od wielu miesięcy podnoszony jest problem bardzo niskiej stopy oszczędności, która ostatnio wyniosła 4,1% przy długoterminowej średniej ok. 5,5%, co miałoby

nie pozostawiać zbyt wiele miejsca na wzrost wydatków konsumenckich. O ile niska stopa oszczędności jest faktem, o tyle warto zauważyć, iż wskaźniki obciążenia długiem dochodu rozporządzalnego nadal pozostają na historycznie niskich poziomach, co przy spadającej dynamice inflacji oraz stopach procentowych powinno „uwolnić” pewną rezerwę w budżetach gospodarstw domowych. Warto także wspomnieć, iż indeksy zaufania konsumentów (Conference Board oraz Uniwersytetu Michigan) pozostają na relatywnie wysokich poziomach w relacji do słabego otoczenia makro w ostatnich kwartałach. Wydaje się, że w sile amerykańskiego konsumenta tkwi rozwiązanie zagadki braku recesji, mimo tak gwałtownej i znaczącej skali podwyżek stóp procentowych przez Fed. Podsumowując, konsensus Bloomberg’a zakłada wzrost konsumpcji prywatnej o 1,3% r/r, co byłoby najniższą dynamiką od 2015 r. i widzimy tu pewien potencjał do pozytywnego zaskoczenia.

Przekładając powyższe oczekiwania na rynki akcji, spodziewamy się relatywnie lepszego zachowania spółek wzrostowych, zwłaszcza z uwzględnieniem mniejszych i średnich reprezentantów. Sektorowo, preferowane powinny być akcje spółek technologicznych, biotechnologicznych oraz dóbr wyższego rzędu. Oczywiście, kluczem do odpowiedniego pozycjonowania pozostaje selekcja i stawianie na spółki, która mają zdrowe bilanse, gdyż nie można zapominać, iż w przypadku spadku stóp procentowych do 4% w 2024 r. jest to wciąż poziom wysoki w relacji do ostatnich kilkunastu lat. W sektorze biotechnologicznym wyceny wciąż są atrakcyjne, lecz wiele spółek będzie wymagać dofinansowania w perspektywie kilkunastu miesięcy, co przy wysokim koszcie kapitału będzie skutkowało rozwodnieniem kapitału własnego. W dużych spółkach tego problemu oczywiście nie ma, co rynek z premedytacją wykorzystywał przez większą część minionego roku. Poniżej dosyć dobrze widać, iż indeks NASDAQ Composite (zdominowany przez zachowanie *megacapów* technologicznych) pozostawał generalnie niewrażliwy na wzrost rentowności w okresie od kwietnia do października. Natomiast, gdy trend rentowności uległ odwróceniu to do wzrostów ochoczo dołączyły mniejsze komponenty indeksu, co odzwierciedla zachowanie indeksu z ostatnich 2 miesięcy 2023 r.

Rentowność amerykańskich obligacji a akcje spółek technologicznych



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Podsumowując, doświadczenia historyczne i statystyka pokazują, iż prognozy z początku roku rzadko sprawdzają się w zestawieniu z rzeczywistymi danymi na koniec roku. Wszak nie możemy przewidzieć różnych szoków zewnętrznych lub też eskalacji czynników ryzyka nie związanych bezpośrednio z gospodarką i rynkami finansowymi. W tym gronie za największe źródło zmienności uznajemy wybory prezydenckie w USA, które są zaplanowane na 5 listopada 2024 r. Obecne notowania urzędującego Prezydenta pozostają słabe i teoretycznie mamy w grafiku zmianę gabinetu, co może oznaczać powrót do władzy Donalda Trumpa. Z drugiej strony, podejmowane są prawne próby zablokowania jego kandydatury na poziomie poszczególnych stanów. Sądy najwyższe stanów Kolorado oraz Maine orzekły, iż Trump nie może znaleźć się na kartach wyborczych w tych stanach w związku z udziałem w „insurekcji” z 6 stycznia 2021 r., czego zabraniać ma 14 poprawka do amerykańskiej konstytucji. Przed nami batalia prawna, którą będzie rozstrzygał amerykański Sąd Najwyższy. Niemniej, zakładając powrót Trumpa do władzy wydaje się, że korzystać na tym będą sektory ochrony zdrowia oraz technologiczny. Demokraci od wielu lat w swojej agendzie zapowiadają walkę z *big pharmą* oraz rozbijanie pozycji monopolistycznych gigantów technologicznych, co prawdopodobnie byłoby uwypuklone w II kadencji Joe Bidena. Tym samym nie wykluczamy, iż 2024 r. będzie w pewnym stopniu powrotem do lat 2015 - 2018, gdzie uwypuklone było ryzyko polityczne oraz geopolityczne.

INDEKSY (29.12.2023)	↑1M	3M	6M	12M	24M	36M
Russell 2000	12,05%	13,56%	7,32%	15,09%	-9,86%	2,64%
WIG	5,65%	19,97%	16,61%	36,54%	13,22%	37,59%
NASDAQ Composite	5,52%	13,56%	8,87%	43,42%	-4,64%	16,47%
Dow Jones Industrial Average	4,84%	12,48%	9,54%	13,70%	3,55%	23,14%
S&P 500	4,42%	11,24%	7,18%	24,23%	-0,19%	26,99%
STOXX 600 Europe	3,77%	6,39%	3,69%	12,73%	-1,99%	20,04%
MSCI Emerging Markets	3,71%	7,45%	3,46%	7,04%	-16,28%	-20,72%
DAX	3,31%	8,87%	3,74%	20,31%	5,46%	22,11%
Nikkei 225	-0,07%	5,04%	0,83%	28,24%	16,23%	21,94%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.



Rynek akcji polskich

Grudzień przyniósł silne wzrosty na warszawskiej giełdzie mocnym akcentem kończąc bardzo udany rok. Warszawski Indeks Giełdowy zakończył miesiąc na ponad pięcioprocentowym plusie zostawiając w tyle zachodnie parkiety. Choć zieleń panowała nie tylko w Warszawie to dla porównania niemiecki DAX wzrósł „zaledwie” o 3.3%. Co istotne na GPW wzrosty odbywały się na całej szerokości rynku pozwalając wszystkim subindeksom zakończyć rok na ponad trzydziestoprocentowych plusach.

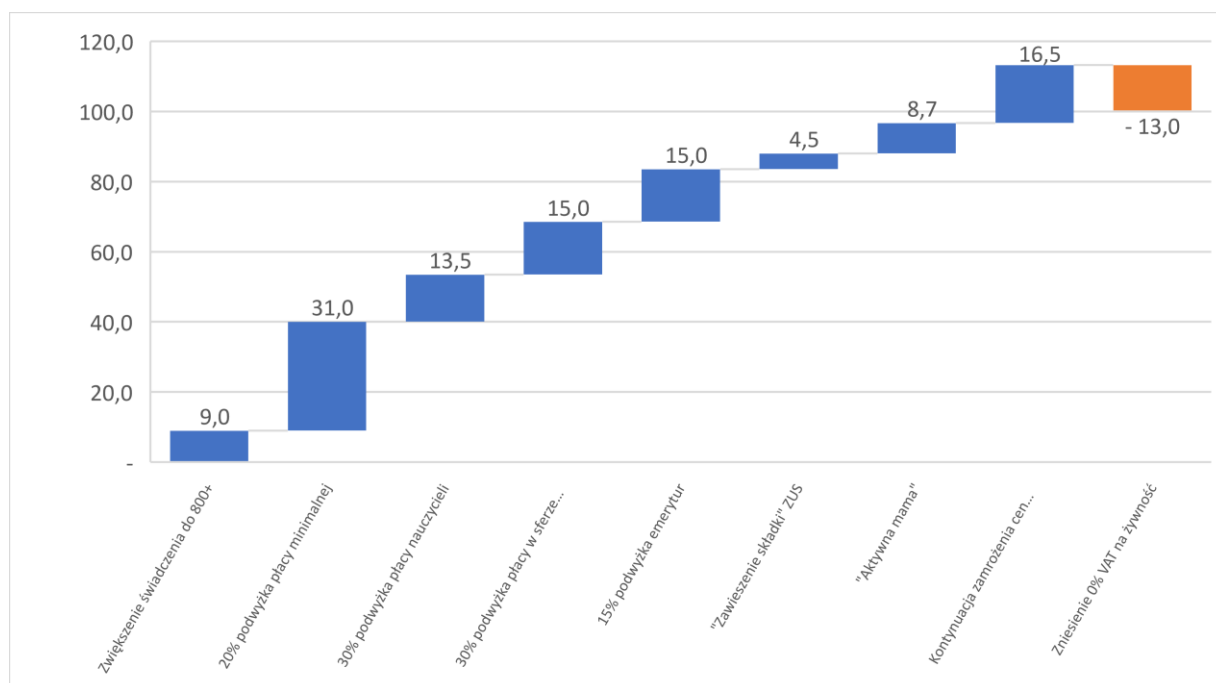
Stopy zwrotu za 2023 rok (total return):

- WIG20 **+35,18%**
- MWIG40 **+42,91%**
- SWIG80 **+36,54%**

W minionym roku bezapelacyjnymi gwiazdami naszego rynku okazały się banki. Sektor napędzany wysokimi stopami procentowymi, wciąż niskimi kosztami ryzyka oraz kończącym się (jak się wydaje) problemem toksycznych kredytów frankowych znajdował się w czołówce wzrostów, a niektóre banki podwoiły w rok swoją kapitalizację.

Nie bez znaczenia okazał się dla naszego rynku również rezultat wyborów parlamentarnych. Wykresy czytelnie pokazują, że bezpośrednio po nich GPW otrzymała dodatkowy impuls wzrostowy zostając ostatecznie trzecim najlepszym rynkiem świata w 2023.

Sam grudzień nie był jednak miesiącem banków. Uwaga inwestorów skupiona była raczej na spółkach konsumenckich, gdzie najmocniejsze pośród blue-chips Allegero i Pepco zyskiwały po około 15%. Po trudnych miesiącach ujemnej dynamiki realnych płac tendencja uległa odwróceniu co niemal od razu przełożyło się na poprawę nastrojów konsumenckich. Inwestorzy dyskontują jednak więcej niż tylko udany sezon świąteczny – przed nami nowy rok z dalszym spadkiem inflacji oraz jeszcze większą stymulacją fiskalną mającą sięgnąć ponad 100 mld złotych.



Źródło: DM PKO BP, opracowanie własne



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.