



Rynek długu

Początek 2023 r. okazał się być dobry dla posiadaczy krajowych obligacji skarbowych. W styczniu rentowności spadły na całej krzywej dochodowości, odpowiednio dla papierów 2-letnich obniżyły się z 6,68 % do 6,02%; 5-letnich z 6,84% do 5,96% a 10-letnich z 6,85% do 6,01%. Na rynkach bazowych ceny obligacji również rosły (rentowności spadły) choć w mniejszej skali. Rentowności niemieckich obligacji 10-letnich spadły z 2,57% do 2,29%, a amerykańskich z 3,88% do 3,51%.

Wsparciem dla wzrostu cen był fakt, że w styczniu do inwestorów trafiło blisko 30 mld zł, z zapadających obligacji oraz płatności kuponowych. W związku z tym Ministerstwo Finansów nie miało problemu z uplasowaniem nowych emisji obligacji skarbowych. Na obu styczniowych przetargach największym zainteresowaniem inwestorów cieszyły się obligacje o zmiennym kuponie z terminem wykupu listopad 2027 oraz 5 letnie obligacje o stałym kuponie. Na koniec stycznia potrzeby pożyczkowe Państwa zostały zaspokojone w ponad 50% planu.

Na pierwszym posiedzeniu w tym roku Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian. Główna stopa NBP wynosi niezmiennie od października ubiegłego roku 6,75%.

W najbliższym czasie spodziewamy się korekty na krajowym rynku obligacji skarbowych. W ostatnim czasie rynek konsekwentnie ignorował zapowiedzi z FED oraz ECB odnośnie dalszego zacieśniania polityki pieniężnej. Przed nami szczyt inflacji w Polsce (prawdopodobnie w lutym 2023r.). Zbliża się termin ogłoszenia decyzji TSUE, co może ograniczyć skłonność banków do zakupów obligacji. Mimo, iż potrzeby pożyczkowe zostały zaspokojone w ponad 50% potrzeb, przed nami kilka dużych przetargów, które powinny ciążyć rynkowi. Korekta, choć może być głęboka, to nie powinna być długotrwała. Naszym zdaniem będzie to dobra okazja dla tych inwestorów, którzy jeszcze nie zwiększyli zaangażowania w obligacje o długim terminie do zapadalności.



Rynek akcji polskich

2023 rok rozpoczął się bardzo dobrze dla inwestorów na rynkach akcyjnych, w zasadzie na całym świecie. Indeks MSCI World reprezentujący indeksy krajów rozwiniętych rósł w tempie 7%, a wzrosty w krajach rozwijających się były jeszcze szybsze (MSCI EM urósł 7,8%). Pozytywnie wyróżniały się szczególnie spółki technologiczne (Nasdaq100 urósł 10,6%) i Europejskie (CAC40 przyniósł 9,4% stopy zwrotu, a niemiecki DAX30 zamknął miesiąc 8,7% wyżej).

Sentyment dla inwestycji w instrumenty udziałowe wspierany był zarówno przez czynniki fundamentalne (zerwanie z polityką zero-Covid w Chinach i otwieranie się tamtejszej gospodarki, spadające ceny energii w Europie) i techniczne (napływy do funduszy krajów rozwijających się). Co więcej, najnowsze dane ekonomiczne, zdają się sugerować scenariusz „miękkiego lądowania” gospodarek Stanów Zjednoczonych i Europy, co w połączeniu ze słabnącymi dynamikami inflacji, stwarza szanse na dobrą drugą połowę roku. I ten właśnie scenariusz mógł być rozgrywany przez inwestorów, którzy starają się działać wyprzedzająco.

Potwierdzenie może stanowić najnowsza ankieta jednego z amerykańskich banków, przeprowadzona w styczniu wśród funduszy inwestycyjnych, w której inflacja, FED i geopolityka przestały być wskazywane jako największy czynnik ryzyka dla indeksów. Ich miejsce zajęła w styczniu niepewność dotycząca wzrostu gospodarczego i zysków spółek. W Polsce negatywny scenariusz gospodarczy rozgrywany był już wcześniej (podobnie, jak w większości krajów rozwijających się), stąd można oczekiwać, że realizacja schematu „miękkiego lądowania” gospodarki, wciąż stanowi szansę, która nie jest jeszcze uwzględniona w cenach.

Polska giełda po trzech miesiącach znajdowania się na czele wzrostów, w styczniu przyniosła nieco skromniejsze stopy zwrotu, która na głównym indeksie WIG, wyniosła 6,6%. Stojący za hossa z końcówki roku WIG20, tym razem był raczej hamulcowym (aprecjacja o 6,1%), przede wszystkim w wyniku słabego zachowania sektora WIG-Paliwa i spadkom sektora bankowego w drugiej połowie miesiąca.

Zdecydowanie lepiej zachowywały się spółki małe (SWIG80 urósł 10,8%), co należy interpretować pozytywnie, gdyż po silnym ruchu z 4Q zwiększa się szerokość wzrostu rynku (rozumiana jako liczba rosnących spółek), przy wciąż utrzymujących się obrotach powyżej średniej rynkowej. Wskazuje to na rozlewanie się środków właśnie w te segmenty rynku.

Niemiałą niespodziankę przyniosły inwestorom medialne zapowiedzi dotyczące wydłużenia wakacji kredytowych na 2024r., które spowodowały krótką, aczkolwiek dynamiczną korektę akcji sektora bankowego, a także wzmianki o ewentualnym podatku od zysków nadzwyczajnych w górnictwie i sektorze paliwowym. Chociaż oba artykuły zostały zdementowane przez przedstawicieli rządu, to w świetle zbliżających się wyborów, należy być świadomym ryzyka politycznego, które dominuje w tych właśnie sektorach, a także w innych spółkach Skarbu Państwa.

Bardzo słaby 2022r. spowodował, że polskie indeksy notowane były z wyraźnym dyskontem zarówno do benchmarków krajów rozwiniętych, jak i rozwijających się. Po imponujących wzrostach spora część tego dyskonta została zamknięta. Tym niemniej polskie akcje wciąż wydają się ciekawą alternatywą inwestycyjną, tym bardziej w przypadku zrealizowania się scenariusza „miękkiego lądowania” polskiej gospodarki. Wyceny są na atrakcyjnych poziomach, a zyskowość polskich przedsiębiorstw, w obliczu spadających cen energii w Europie i relatywnie mocnego polskiego „makro”, może pozytywnie zaskoczyć inwestorów w 2023r.

W najbliższym okresie warto obserwować informacje płynące z frontu. Europejskie państwa podjęły niedawno decyzję o wsparciu Ukrainy setkami nowoczesnych czołgów, co powinno dać jej trochę oddechu. Z drugiej jednak strony zbliża się pierwsza rocznica agresji i strona rosyjska zapowiada nową ofensywę. Jej ewentualne sukcesy mogłyby zniechęcać niektórych inwestorów do polskiego rynku. Chociaż ryzyko związane z tym konfliktem jest powszechnie znane, to jego echo może być negatywnym czynnikiem w najbliższych tygodniach.



Globalny Rynek Akcji


W nowy rok globalne rynki weszły z dużym animuszem po słabej końcówce poprzedniego, co wiązało się z rosnącymi oczekiwaniami na „pivot” amerykańskiego banku centralnego po pół roku spadku dynamiki inflacji w USA oraz większości gospodarek rozwiniętych. W poprzednich komentarzach wielokrotnie akcentowaliśmy nasze założenie o szczycie dynamiki inflacji w USA w II połowie ub.r., co faktycznie miało miejsce w czerwcu, lecz jak widać rynki potrzebowały kilku miesięcy, aby „uwierzyć”, że gospodarki przeszły w fazę dezinflacji, a stopa terminalna funduszy federalnych w USA w obecnym cyklu zacieśniania zatrzyma się na 5%. Takiego poziomu nie widzieliśmy od 2007 r., co nasuwa niebezpieczne skojarzenia z tym, co wydarzyło się potem, lecz konsekwentnie zwracamy uwagę, iż poziom zlewarowania bilansów gospodarstw domowych oraz korporacji w USA jest znacznie niższy od tego, który miał miejsce w 2007 r. Kilkanaście lat niskich stóp procentowych w USA zostało wykorzystane do zmniejszenia relatywnego poziomu zadłużenia, a nie jego zwiększenia, co zmniejsza ryzyko „credit crunch” w amerykańskiej gospodarce. Szczególnie, że zapędy konsumpcyjne gospodarstw domowych oraz inwestycyjne przedsiębiorstw są studzone przez wciąż wysoką dynamikę inflacji.

KLASA AKTYWÓW	INDEKS	1M ↑	3M	6M	12M	24M	36M
AKCJE	MSCI World Growth	9,67%	9,68%	-2,54%	-15,04%	-6,27%	21,16%
	MSCI World Small Cap	9,21%	11,68%	4,31%	-5,53%	-2,16%	17,51%
	MSCI Emerging Markets	7,85%	21,62%	3,80%	-14,63%	-22,42%	-2,90%
	MSCI World	7,00%	9,31%	1,41%	-8,96%	4,63%	18,89%
	MSCI World Value	4,55%	8,96%	5,35%	-3,30%	15,11%	13,19%
	Indeks VIX	-10,48%	-25,04%	-9,05%	-21,87%	-41,37%	2,97%
FX I SUROWCE	Złoto spot	5,72%	18,05%	9,20%	7,30%	4,37%	21,34%
	EURPLN	0,50%	-0,19%	-0,62%	2,74%	4,14%	9,56%
	Bloomberg Commodity Index	-0,89%	-1,37%	-8,23%	3,65%	39,58%	49,39%
	Ropa Brent	-1,65%	-10,90%	-23,20%	-7,37%	51,20%	45,27%
	Bloomberg Dollar Spot Index	-1,88%	-8,32%	-3,48%	3,37%	8,26%	2,28%
DŁUG	Bloomberg Global High Yield Index	4,18%	10,12%	5,14%	-6,69%	-8,01%	-1,83%
	Bloomberg Global Aggregate Index	3,28%	8,73%	-1,61%	-11,69%	-16,84%	-11,12%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

W takim otoczeniu siłą rzeczy najwięcej zyskiwały walory spółek wzrostowych oraz o małej kapitalizacji, a tuż za nimi, wspierany słabnącym dolarem amerykańskim, koszyk akcji spółek z rynków wschodzących. Na rynkach rozwiniętych prym wiodły akcje spółek technologicznych, a zwłaszcza producenci „chipów” obrazowani indeksem Bloomberg World Semiconductor, który w styczniu zwyżkował o niemal 17%. Generalnie zwyżkom na rynkach akcji przewodzili reprezentanci procyklicznych sektorów takich jak dobra konsumenckie, technologie, nieruchomości czy też wydobywcie. Na drugim końcu znalazły się akcje przedsiębiorstw użyteczności publicznej, dóbr podstawowych czy też „big pharma”, czyli przedstawiciele obszarów tradycyjnie postrzeganych przez inwestorów jako defensywne. Co ciekawe, tego entuzjazmu na rynkach akcji nie podzielił rynek surowcowy, gdzie obserwowaliśmy niewielkie spadki, z wyjątkiem złota, dla którego był to kolejny udany miesiąc i w ostatnich miesiącach pozostaje jedną z najlepszych

klas aktywów. Finalnie, globalny *risk-on* chętnie wspierał rynek długu, gdzie obserwowaliśmy wzrosty cen obligacji rządowych oraz korporacji, w tym także tych najbardziej ryzykownych.

INDEKSY (31.01.2023)	1M 	3M	6M	12M	24M	36M
NASDAQ100	10,62%	6,11%	-6,53%	-18,94%	-6,37%	34,59%
Russell 2000	9,69%	4,61%	2,48%	-4,76%	-6,83%	19,69%
DAX	8,65%	14,14%	12,19%	-2,22%	12,62%	16,53%
MSCI Emerging Markets	7,85%	21,62%	3,80%	-14,63%	-22,42%	-2,90%
STOXX 600 Europe	6,67%	9,95%	3,40%	-3,34%	14,49%	10,35%
WIG	6,65%	21,52%	11,42%	-9,10%	7,56%	8,12%
S&P 500	6,18%	5,28%	-1,30%	-9,72%	9,76%	26,39%
Nikkei 225	4,72%	-0,94%	-1,71%	1,20%	-1,22%	17,76%
Dow Jones Industrial Average	2,83%	4,13%	3,78%	-2,98%	13,69%	20,63%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

W głównych gospodarkach problemem na 2023 r. pozostaje ocena rosnących kosztów pracy, wynikających zarówno z niedoborów siły roboczej w części branż, jak również presji płacowej, która dotyka w zasadzie każdej branży. Co ciekawe, wydaje się, że presja płacowa może być najmniejszym problemem w szeroko rozumianej branży technologicznej, gdzie najnowszym trendem jest zwalnianie pracowników, a najbardziej modnym wyrażeniem tzw. RiF („*reduction in force*”), co oznacza odsetek zwolnionych pracowników. W zależności od spółki, komunikowany poziom zwolnień znajduje się w przedziale od 5% do 15% ogółu zatrudnionych, aczkolwiek rośnie też liczba podmiotów z wyższym odsetkiem zwolnionych osób. Ponadto, najwięcej redukcji zatrudnienia ogłaszają spółki z branż fintechów, e-commerce oraz oprogramowania dla przedsiębiorstw, a zwolnienia dotyczą zazwyczaj osób zatrudnionych przy procesach sprzedaży i operacji. W praktyce oznacza to przygotowanie spółek na słabsze kilka kwartałów sprzedaży, co wydaje się być uwidocznione już w prognozowanych dynamikach sprzedaży oraz zwłaszcza wycenach wielu spółek technologicznych. Warto przypomnieć, iż zatrudnienie i bezrobocie są zmiennymi relatywnie mocno opóźnionymi w stosunku do cyklu biznesowego. Warto jednak podkreślić, iż o ile rynek generalnie pozytywnie odbiera takie komunikaty, to nie można tracić z oczu długiego horyzontu i fundamentów spółek, gdyż za kilka lat może się okazać, iż część podmiotów za cenę krótkoterminowej poprawy przepływów pieniężnych „przehandlowała” przyszły wzrost biznesu w innowacyjnych i wzrostowych branżach.

Nieco odchodząc od kwestii dynamiki cen, płac oraz trajektorii stopy procentowej w USA, warto zauważyć iż silne wzrosty walorów z cyklicznych sektorów w styczniu wskazują na dyskontowanie „miękkiego lądowania” w głównych gospodarkach, co współgra z naszym założeniem o krótkiej i płytkiej recesji. W styczniu rozpoczął się także okres raportowania wyników za IV kw. oraz za cały 2022 r. i do końca miesiąca zdążyło zaraportować niespełna 200 spółek z indeksu S&P 500, co daje już dość dobry obraz, tego co wydarzyło się w wynikach spółek w minionym kwartale. Poziom zaskoczeń na przychodach jest najniższy od wielu kwartałów (poniżej 1% na poziomie zagregowanym), podobnie sytuacja wygląda w przypadku zysków netto, gdzie spółki zaskakują per saldo pozytywnie o ok. 2%. Najlepiej w obu statystykach wypada branża dóbr konsumenckich, co jest o tyle ważne, że sezonowo jest to najważniejszy okres dla tej branży i wstępnie wskazuje, że wydatki konsumenckie w USA są silniejsze niż rynek zakładał. Oczywiście, kluczowe będą tu wyniki Amazona, który najlepiej obrazuje kondycję globalnego konsumenta, ale te poznamy już w lutym. Należy dodać, iż rynek zakłada obecnie wzrost przychodów o ok. 3,5% oraz płaskie zyski netto w 2023 r. dla spółek z S&P 500, przy czym potencjalnie wyższych dynamik oczekuje dopiero w drugiej

połowie roku. To założenie będzie oczywiście wprost zależne od realizacji w/w „miękkiego lądowania” gospodarki amerykańskiej, lecz zakładamy, że spółki o najbardziej odpornych wynikach w koszyku spółek wzrostowych już rozpoczęły trend wzrostowy, także podtrzymujemy założenie, że kluczowym aspektem generowania wyniku na rynku akcji w 2023 r. pozostanie selekcja walorów do portfela.

Podsumowując, nie jesteśmy zwolennikami wniosku na podstawie statystycznych analogii, lecz niewątpliwie globalny rynek akcji zanotował najlepszy początek roku od 2019 r., w którym to tylko 2 miesiące w trakcie całego roku były „pod kreską”. Po fatalnym 2022 r. nikt by się nie obraził na powtórkę z 2019 r., lecz w tak chwiejnym otoczeniu makroekonomicznym trudno o takie założenie. Niemniej, zakładamy że rynek ma podstawy do ruchu wzrostowego, uwzględniając nadal wiele czynników ryzyka i znaków zapytania, które będą utrudniać forsowanie wycen w górę oraz podtrzymywać wysoką zmienność na rynku.



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 13 września 2007 roku.

Materiał przeznaczony dla dystrybutorów oraz Uczestników FIO i FIZ.