



Rynek długu

W listopadzie Narodowy Bank Polski opublikował projekcję inflacji na lata 2023-2025. Zgodnie z listopadową projekcją inflacja będzie nieco wyższa na koniec prognozowanego okresu, niż zakładała projekcja lipcowa. Według NBP, przy założeniu niezmienności stóp procentowych, roczna dynamika cen z 50-procentowym prawdopodobieństwem znajdzie się na poziomie:

- 11,3 – 11,5% w 2023 r. (wobec 11,1 – 12,7% w projekcji z lipca 2023 r.),
- 3,2 – 6,2% w 2024 r. (wobec 3,7 – 6,8%)
- 2,2 – 5,3% w 2025 r. (wobec 2,1 – 5,1%)

Roczne tempo wzrostu PKB, przy tych samych założeniach, ma wyglądać następująco:

- -0,1 – 0,6% w 2023 r. (wobec -0,2 – 1,3% w projekcji z lipca 2023 r.),
- 1,9 – 3,8% w 2024 r. (wobec 1,4 – 3,3%)
- 2,4 – 4,7% w 2025 r. (wobec 2,1 – 4,4%).

Prognozy przedstawione przez NBP zakładają, że w kolejnych latach zmniejszane będzie wsparcie dotyczące ograniczenia wzrostu cen energii elektrycznej, zamrożenie cen gazu wygaśnie wraz z końcem bieżącego roku, zerowa stawka VAT na żywność przedłużona zostanie na kolejne dwa lata. Uwzględnione zostały 14-ta emerytura i świadczenie 800 plus, ale podniesienie kwoty wolnej od podatku oraz podwyżki dla nauczycieli i w sferze budżetowej już nie. Tymczasem formuje się nowy rząd i kolejne prognozy dotyczące inflacji i wzrostu PKB w najbliższych latach w dużej mierze uzależnione będą od podejmowanych przez nowych rządzących decyzji w zakresie polityki fiskalnej i gospodarczej.

Pomimo kolejnego spadku inflacji (do 6,5% w październiku z 8,2 % we wrześniu) Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian (referencyjna na poziomie 5,75), wbrew oczekiwanej obniżce o 25 pb. W komunikacie RPP poinformowała, że brak ruchu w dół podyktowany był podwyższoną niepewnością dotyczącą dalszego kształtu polityki regulacyjnej i fiskalnej. Podczas konferencji prezes Adam Glapiński zaprezentował jastrzębi przekaz, według którego w najbliższych miesiącach Rada nie zamierza obniżać stóp procentowych, kolejne decyzje będą zależały od napływających danych i informacji, nie określił, czy to już koniec cyklu obniżek, ale nie wyobraża sobie podwyżek stóp w tym momencie. Dodał jednak zaraz, że RPP nie zawaha się podnieść stóp, jeśli zajdzie taka potrzeba.

Prezes Europejskiego Banku Centralnego Ch. Lagarde podczas wystąpienia we Frankfurcie powtórzyła, że EBC zrobił już wiele, aby sprowadzić inflację do celu, a obecnie potrzebna jest pauza, która pozwoli oceniać skutki dotychczasowego zacieśniania polityki pieniężnej. Wnikliwa obserwacja sytuacji geopolitycznej i napływających danych jest konieczna, aby ocenić jak długo stopy EBC powinny pozostać na dotychczasowym poziomie i jaki powinien być kierunek kolejnych ruchów.

Amerykański Bank Centralny nie zaskoczył ekonomistów i pozostawił stopy procentowe bez zmian 5,25-5,5%. Szef FED, Jerome Powell, choć przyznał, że na obniżki stóp procentowych jest stanowczo za wcześnie, to dał do zrozumienia, że cykl podwyżek najprawdopodobniej się zakończył. Dodał, że stopy zostały już mocno podniesione, a dalsze decyzje FOMC będą ostrożne.

W reakcji na wypowiedzi głównych bankierów rentowności obligacji spadały. Amerykańskie obligacje dziesięcioletnie zanotowały spadek z 4,93% w październiku do 4,32% w listopadzie, a niemieckie z 2,80% do 2,44%. Rentowność polskich obligacji dziesięcioletnich spadła z 5,65% do 5,50%; obligacje dwu- i pięcioletnie zanotowały niewielki wzrost (5,15% do 5,34% i 5,29% do 5,31%).

W listopadzie odbyły się dwa przetargi obligacji, po których Ministerstwo Finansów poinformowało, że wg stanu na koniec października tegoroczne potrzeby pożyczkowe zostały już w pełni sfinansowane i stopień prefinansowania potrzeb pożyczkowych brutto na 2024 wyniósł 5%. We wrześniu udział inwestorów zagranicznych wśród posiadaczy obligacji skarbowych spadł o 5,2 mld PLN m/m i wyniósł 129,7 mld PLN.



Rynek akcji polskich

Po wyborczej euforii nadal trwa dobra passa na rynkach finansowych. W samym listopadzie indeks WIG20 zanotował wzrost o 3%, natomiast uwzględniając październik, zysk sięgnął imponujących 15,6%. Warto zauważyć, że notowania indeksu WIG osiągnęły nowe rekordy wszechczasów, rosnąc o 9,3% od ostatniego szczytu z 2021 roku. Optymizm nie omija także polskich konsumentów. Na początku miesiąca INPOST, operator paczkomatów, opublikował obiecujące prognozy na czwarty kwartał. Zarząd oczekuje utrzymania dwucyfrowego wzrostu wolumenu paczek. Black Friday okazał się bardzo udany, a dane sprzedażowe wskazują na kolejne rekordy. Dodatkowo, dobre nastroje w polskiej gospodarce wspierają wzrost wydatków konsumenckich, m.in. dzięki realnemu wzrostowi wynagrodzeń o 5,8% w październiku, regularnym podwyżkom płacy minimalnej oraz oczekiwaniom związanych z programem +800, który ma ruszyć od stycznia 2024 roku.

Pomimo ogólnego wzrostu rynku, aż siedem polskich Blue Chipów zanotowało spadki w listopadzie. Jednym z najbardziej medialnych przykładów jest spółka PKN ORLEN, której akcje straciły 11,2%. To wynik planów koalicji obciążenia koncernu kosztami zamrożenia cen gazu, prądu i ciepła.

Wspomniana wcześniej siła polskiego konsumenta nie pomogła w listopadzie notowaniom Allegro. Cena akcji spadła o 4% vs +3% WIG 20 czy np. +12% WIG Odzież. Słabość giganta ecommercowego w listopadzie wynikała z zapowiedzi zarządu spółki o ekspansji biznesu platformy allegro.cz na inne rynki. Dodatkowo, sentyment do akcji jest obciążony oczekiwaniami związanymi z kolejnymi ABB, które mogą mieć miejsce już na początku przyszłego roku, po wygaśnięciu okresu lock-up.

Optymizm na giełdach nie dotyczy tylko Polski. W samym listopadzie niemiecki indeks DAX wzrósł o 9,5%, zbliżając się do wzrostu amerykańskiego rynku, gdzie S&P 500 zyskał również 9%. Pozytywne nastroje na koniec roku są

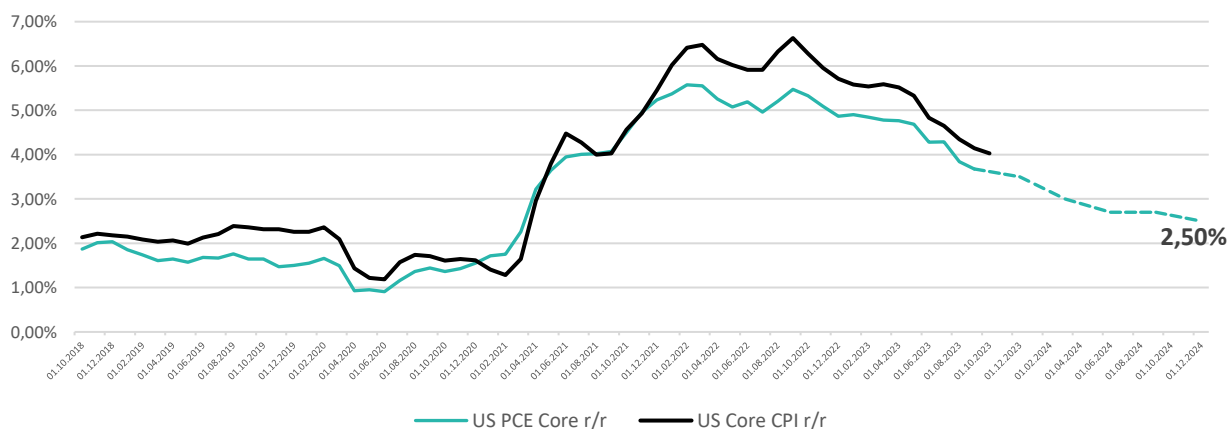
wspierane oczekiwaniami co do decyzji FED – braku podwyżek stóp procentowych, a nawet prognozami pierwszych obniżek na wiosnę 2024 roku.



Globalny Rynek Akcji

Wraz z końcem października, w listopadzie w zasadzie od pierwszego dnia miesiąca nastąpiło odwrócenie sentymentu o 180 stopni. Tym razem Fed „sprostał” oczekiwaniom rynkowym i zgodnie z oczekiwaniami nie podniósł stóp procentowych. Retoryka po posiedzeniu pozostała co prawda jastrzębia, lecz przewodniczący Powell oczywiście dostrzega postępującą dezinflację, co rynek wprost odczytał jako „ukrytą” zapowiedź braku dalszych podwyżek stóp procentowych. Teza ta została wzmocniona przez późniejsze dane makroekonomiczne z amerykańskiej gospodarki. Krótco po posiedzeniu FOMC otrzymaliśmy dane z rynku pracy, które wskazały na wzrost stopy bezrobocia do 3,9% oraz niższy od oczekiwań przyrost miejsc pracy w sektorze rolniczym. Z kolei w połowie miesiąca odczyt dynamiki inflacji CPI okazał się niższy od oczekiwań i dynamika cen w październiku spadła do 4% r/r. Dane z rynku pracy z pewnością uwiarygodniły założenie o rychłym końcu podwyżek, ale niekoniecznie rychłym cyklu obniżek, gdyż Powell wielokrotnie podkreślał, iż silne wskaźniki zatrudnienia oraz dynamiki płac realnych generują istotną presję inflacyjną. Niemniej, w długim terminie o działaniach FOMC zapewne będzie decydować bilans ryzyk dla wzrostu oraz dynamiki cen, a ten drugi czynnik powinien w przyszłym roku wspierać zwrot FOMC ku gołębiej retoryce. Zgodnie z ostatnimi prognozami bazowa inflacja PCE powinna osiągnąć na koniec przyszłego roku 2,5%, co oznaczałoby spadek o 3 punkty procentowe w 2 lata.


Dynamika inflacji bazowej w USA



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.


Powyższe wydarzenia siłą rzeczy zostały odzwierciedlone w wycenach różnych klas aktywów. Główną „ofiara” zmiany sentymentu na rynkach okazał się dolar amerykański, co bezpośrednio przełożyło się na wzmocnienie krajowej waluty. Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych USA spadła o ok. 60 punktów bazowych, co wpłynęło pozytywnie na rynki akcji w znaczącej większości jego segmentów. Mocniej zwyżkowały naturalnie spółki ze wzrostowego globalnego koszyka akcji, których wyceny znacząco ucierpiały w trakcie październikowej wyprzedazy. Wzrosty wspierane też były wynikami finansowymi spółek za III kw., gdyż o ile początek okresu publikacji raportów

był dosyć przeciętny, o tyle w kolejnych tygodniach wiele spółek zaskakiwało pozytywnie, także na poziomie prognoz wyników na IV kw. oraz 2024 r. Tym samym, znacznie bardziej prawdopodobne stało się założenie, iż „dołek” w wynikach amerykańskich spółek wystąpi w IV kw. br., a nie w przyszłym roku, co naturalnie zwiększyło poziom optymizmu u inwestorów, który udało się utrzymać do końca miesiąca. Podsumowując sezon wyników, spółki z indeksu S&P 500 zaraportowały przeciętnie przychody oraz zyski netto wyższe od oczekiwań odpowiednio o 0,95% oraz 7,68%. Pozytywnie wyróżniły się zwłaszcza spółki z sektorów technologii, finansów oraz ochrony zdrowia, aczkolwiek poziom pozytywnych zaskoczeń był w miarę zrównoważony i „rozciągnięty” po praktycznie wszystkich sektorach. Przy założeniu braku recesji w USA, nie należy oczekiwać, iż prognozy wynikowe na 2024 r. będą korygowane „w dół”, a ponadto dalsza dezinflacja będzie obniżać presję na marże, zwłaszcza w spółkach cyklicznych.

KLASA AKTYWÓW	INDEKS	1M 	YTD	3M	6M	12M	24M	36M
AKCJE	MSCI World Growth	11,14%	30,22%	2,23%	9,22%	22,21%	-6,64%	15,59%
	MSCI World	9,21%	16,17%	1,26%	7,97%	11,13%	-2,52%	17,05%
	MSCI World Small Cap	9,17%	3,93%	-3,18%	3,47%	0,22%	-13,95%	1,89%
	MSCI Emerging Markets	7,86%	3,21%	0,69%	2,98%	1,52%	-18,58%	-18,09%
	MSCI World Value	7,11%	3,26%	0,19%	6,59%	0,56%	0,26%	16,23%
	Indeks VIX	-28,78%	-40,38%	-4,79%	-27,98%	-37,22%	-52,48%	-37,19%
FX I SUROWCE	Złoto spot	2,65%	11,64%	4,96%	3,75%	15,15%	14,76%	14,60%
	EURPLN	-2,20%	-7,05%	-2,67%	-3,79%	-6,75%	-6,50%	-2,75%
	Bloomberg Commodity Index	-2,69%	-9,75%	-3,98%	3,92%	-12,28%	6,27%	36,91%
	Bloomberg Dollar Spot Index	-2,93%	-0,62%	-0,10%	-0,58%	-2,44%	4,76%	8,21%
	Ropa Brent	-5,24%	-3,59%	-4,64%	14,00%	-3,04%	17,37%	74,05%
DŁUG	Bloomberg Global High Yield Index	5,36%	9,63%	2,70%	6,84%	10,35%	-2,53%	-0,97%
	Bloomberg Global Aggregate Index	5,04%	1,50%	0,76%	0,06%	2,05%	-15,11%	-17,91%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Podsumowując, naszym zdaniem w krótkim i średnim terminie dane makroekonomiczne wspierają scenariusz wzrostowy na rynkach akcji, co już częściowo odzwierciedliły listopadowe wzrosty. Niemniej, niemal dwucyfrowe stopy zwrotu z indeksów idealnie wpisały się w nasze założenie wysokiej zmienności, lecz zakładamy, że w kolejnych tygodniach zmienność na rynku akcji powinna stopniowo się obniżać, czemu zapewne będzie sprzyjać efekt kalendarzowy tj. święta w grudniu i przełom roku.

INDEKSY (30.11.2023)	1M 	YTD	3M	6M	12M	24M	36M
NASDAQ Composite	10,70%	35,92%	1,36%	9,98%	24,05%	-8,44%	16,62%
DAX	9,49%	16,46%	1,68%	3,52%	12,63%	7,39%	22,00%
S&P 500	8,92%	18,97%	1,33%	9,28%	11,95%	0,02%	26,13%
Russell 2000	8,83%	2,71%	-4,77%	3,39%	-4,11%	-17,73%	-0,59%
Dow Jones Industrial Average	8,77%	8,46%	3,54%	9,25%	3,94%	4,25%	21,30%
Nikkei 225	8,52%	28,33%	2,66%	8,41%	19,73%	20,36%	26,68%
MSCI Emerging Markets	7,86%	3,21%	0,69%	2,98%	1,52%	-18,58%	-18,09%
STOXX 600 Europe	6,45%	8,64%	0,75%	2,18%	4,90%	-0,29%	18,56%
WIG	3,75%	29,24%	8,52%	19,23%	32,48%	9,51%	41,08%

Źródło: Bloomberg, 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 jakiegokolwiek 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 zapoznają 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.