

Styczeń 2024

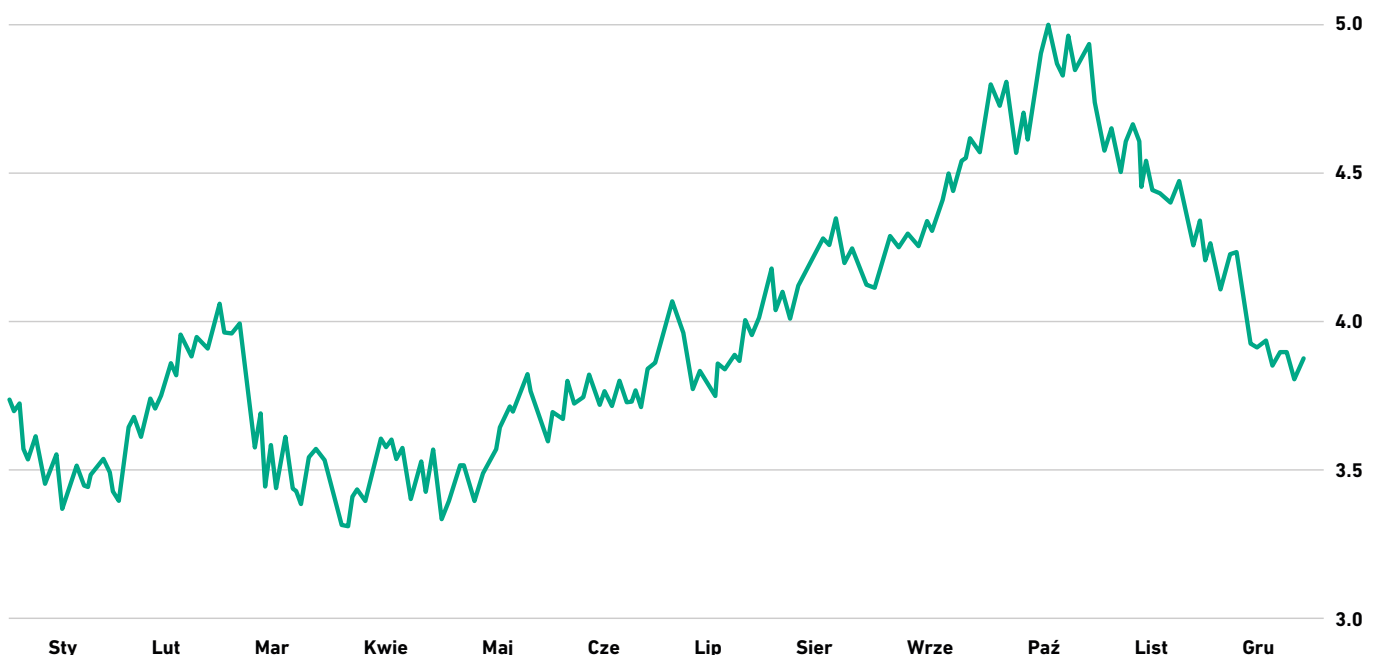
RYNKI DŁUŻNE

Grudzień przyniósł kontynuację trendu spadkowego rentowności widocznego w poprzednich tygodniach. Na rynkach bazowych krzywe przesunęły się w dół o około 30 punktów. Głównym katalizatorem ruchu było posiedzenie FOMC, które zostało przez rynek odebrane jako bardzo gołąbie. Pozytywną niespodzianką był również najniższy od września 2021 roku odczyt brytyjskiej inflacji. Dobre nastroje na rynkach dłużnych zostały dodatkowo wzmocnione przez czynniki charakterystyczne dla końca roku, m.in. niższą płynność. Na szczególną uwagę zasługuje fakt, iż amerykańska 10-latka kończy 2023 rok blisko poziomów z jego początku, pomimo skrajnych scenariuszy dotyczących rentowności w jego trakcie (kryzys banków regionalnych, obawy o wysokie zadłużenie gospodarki amerykańskiej).

Grudzień przyniósł kontynuację trendu spadkowego rentowności

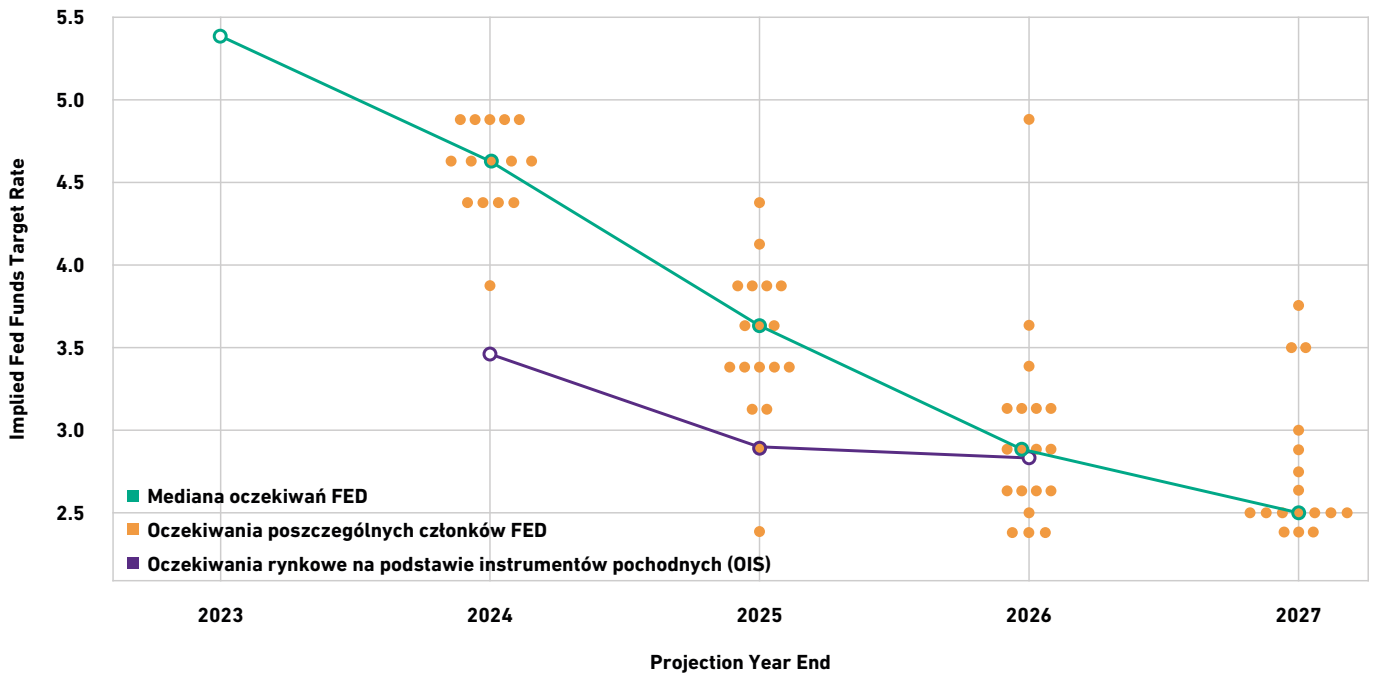
W swoim komunikacie po posiedzeniu FED pozostawił zdanie o możliwości dalszego zacieśniania polityki pieniężnej, jednocześnie obniżając prognozy dla inflacji na lata 2024 i 2025. Tzw. „DOTS” sugerują, że amerykański bank centralny obniży stopy trzykrotnie w 2024 roku i cztery razy w 2025 roku. Zestawienie oczekiwań członków FOMC z tymi wycenianymi przez instrumenty pochodne pokazuje, że uczestnicy rynku oczekują szybszych i bardziej gwałtownych cięć stóp. W kolejnych dniach po posiedzeniu niektórzy członkowie FOMC starali się skorygować gołąbi wydźwięk posiedzenia.

Rentowności amerykańskich 10-letnich obligacji skarbowych



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg

Oczekiwania członków FED vs oczekiwania rynkowe w zakresie stóp procentowych w US



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg

Posiedzenie ECB miało bardziej jastrzębi wydźwięk. Utrzymane zostało ostrożne podejście (data – dependency), ze względu na obawę władz monetarnych przed tym, że nadal widoczna presja na wynagrodzenia może opóźnić zejście inflacji do celu. Mimo to, w kolejnych dniach rentowności papierów ze strefy euro kontynuowały trend spadkowy.

Lokalnie, o ile sama decyzja RPP odnośnie stóp nie była zaskakująca (brak zmian), to konferencja po posiedzeniu różniła się znacząco od poprzednich. Prezes NBP przemawiał wyjątkowo krótko unikając jakiegokolwiek forward guidance. Podkreślone zostało, że ostatnie dane makroekonomiczne nie zmieniają perspektyw polityki pieniężnej, a polityka nowego rządu jest dodatkowym źródłem niepewności. W sytuacji, w której RPP z jakimikolwiek decyzjami wydaje się czekać na marcową projekcję inflacji, istotniejsza dla rentowności będzie polityka fiskalna i trendy globalne.

Polski 10-letni benchmark zakończył rok na poziomie 5,20%, pomimo prób zejścia poniżej 5%. Skala ruchu spadkowego krzywej POLGB była spójna z trendem na rynkach bazowych, przy czym relatywnie najgorzej radziły sobie obligacje 5-letnie. Stawki ASW i discount margin dla obligacji zmienokuponowych WZ pozostały w trendzie bocznym. Dla poziomów rentowności i stawek ASW ważnym testem będzie styczniowa, zwiększona podaż na rynku pierwotnym (13-26 mld w ramach trzech aukcji).

W całym 2024 roku należy oczekiwać dobrych stóp zwrotu z obligacji. Jednak po tak gwałtownym ruchu spadkowym rentowności, nie do końca popartym danymi makroekonomicznymi, w nadchodzących tygodniach można się spodziewać pewnej korekty.

AKCJE ZAGRANICZNE

Stopy zwrotu za 2023 rok

	MTD%	QTD%	YTD%
WIG	5.6%	20.0%	36.5%
WIG20	5.8%	22.3%	30.7%
S&P500	4.4%	11.2%	24.2%
Nasdaq	5.5%	13.6%	43.4%
Stoxx600	3.8%	6.4%	12.7%
DAX	3.3%	8.9%	20.3%
MSCI Emerging Mkts	3.7%	7.4%	7.0%
MSCI World	4.8%	11.1%	21.8%
WIG Banki	4.9%	44.5%	76.9%
US 20y yield (%)	8.0%	11.5%	-0.7%
WIBR6M Index	0.5%	1.0%	5.9%

Źródło: Bloomberg

Początek grudnia przyniósł krótką korektę na rynkach akcji, co wynikało z potrzeby odreagowania bo bardzo silnym poprzednim miesiącu. Jednak już końcówka pierwszego tygodnia handlu przywróciła bardzo bycze nastroje na rynkach akcji, co wiązało się z publikacją danych ekonomicznych w USA. Bardzo silne dane z rynku pracy i nadal niskie bezrobocie, razem z wcześniej opublikowanymi wskaźnikami ISM sugerują siłę amerykańskiej gospodarki. Dodatkowo, FED ogłosił, że zakończył oficjalnie cykl podnoszenia stóp procentowych w USA. Inwestorzy jednoznacznie pozytywnie odczytali te komunikaty, co prowadziło do globalnego „risk-on” i mocnych wzrostów akcji przez następne dni.

Szczególnie mocno zachowywały się w tym miesiącu sektory wrażliwe na poziom stóp procentowych – REITy, sektor budowlany, ochrony zdrowia. Silne były sektory cykliczne – przemysłowy oraz podsektory konsumenckie. Słabsze były natomiast sektory defensywne – FMCG, ubezpieczenia. Na podstawie takiej reakcji rynku można stwierdzić, że rynek oczekuje realizacji w USA scenariusza „soft-landing” czyli łagodnego schładzania gospodarki, bez ryzyka recesji i większego spowolnienia, przy jednoczesnym spadku dynamik cen (PPI, CPI).

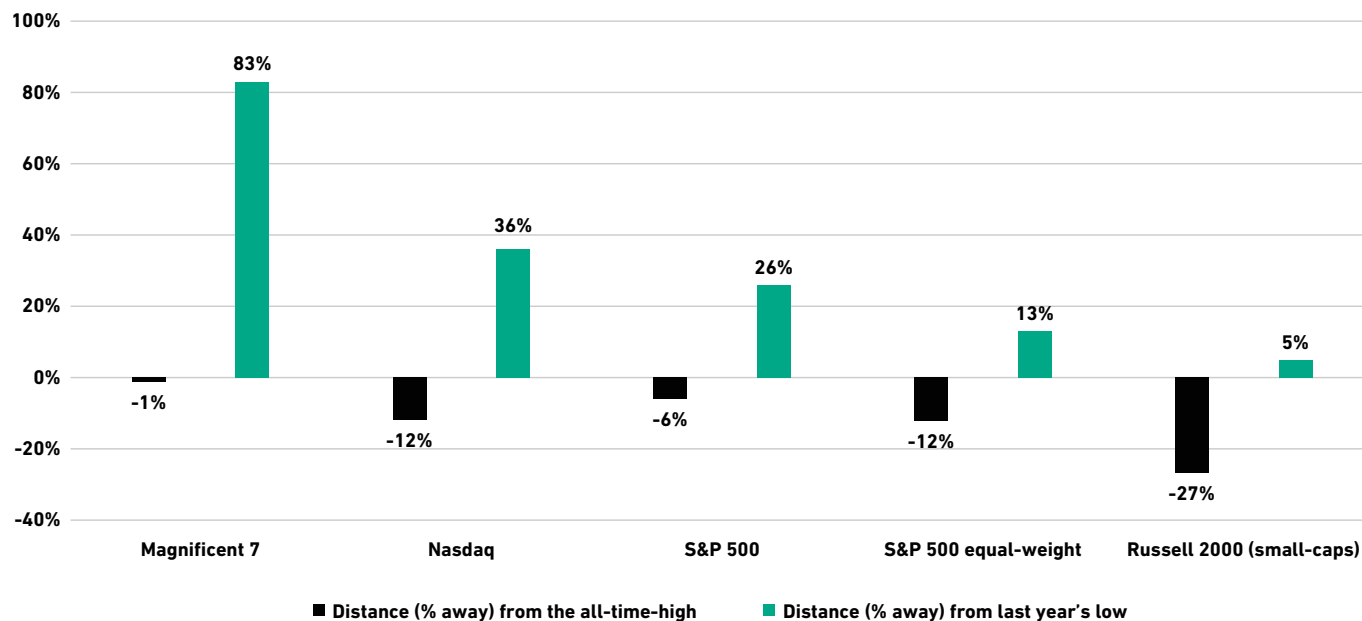


Grudzień był także bardzo silny dla mniejszych spółek w USA i Europie



Grudzień był także bardzo silny dla mniejszych spółek w USA i Europie. Indeks Russell 2000 wzrósł o 12.1%, znacznie powyżej wzrostów indeksów dużych spółek. Wynikało to także z faktu, że do grudnia małe spółki zachowywały się znacznie gorzej od dużych (+3% od początku roku), co było wynikiem wielu ryzyk makroekonomicznych, mogących wpływać na nie w kolejnym roku (np. obawa o niższy popyt, niższe marże wobec rekordowych tym roku, czy też koszt finansowania długu). Oddalenie obaw oznaczało mocne odbicie na tych spółkach.

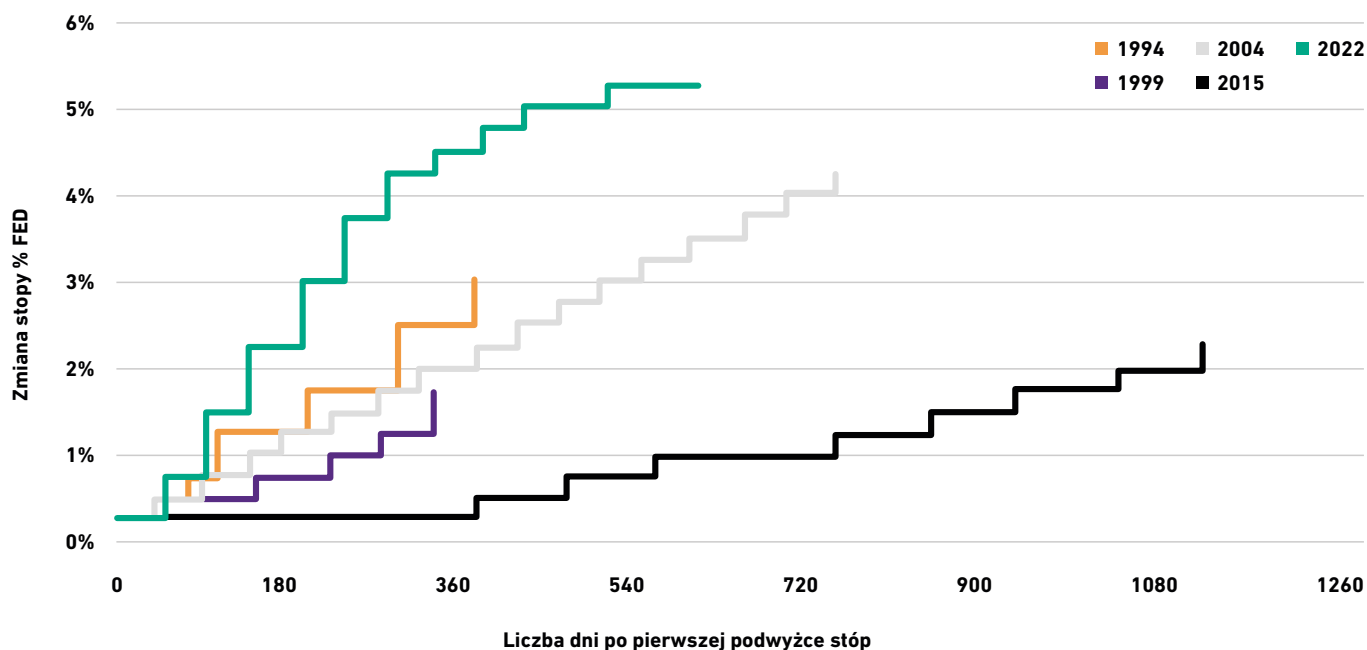
Stopy zwrotu indeksów amerykańskich w 2023 roku



Źródło: Bloomberg, mBank

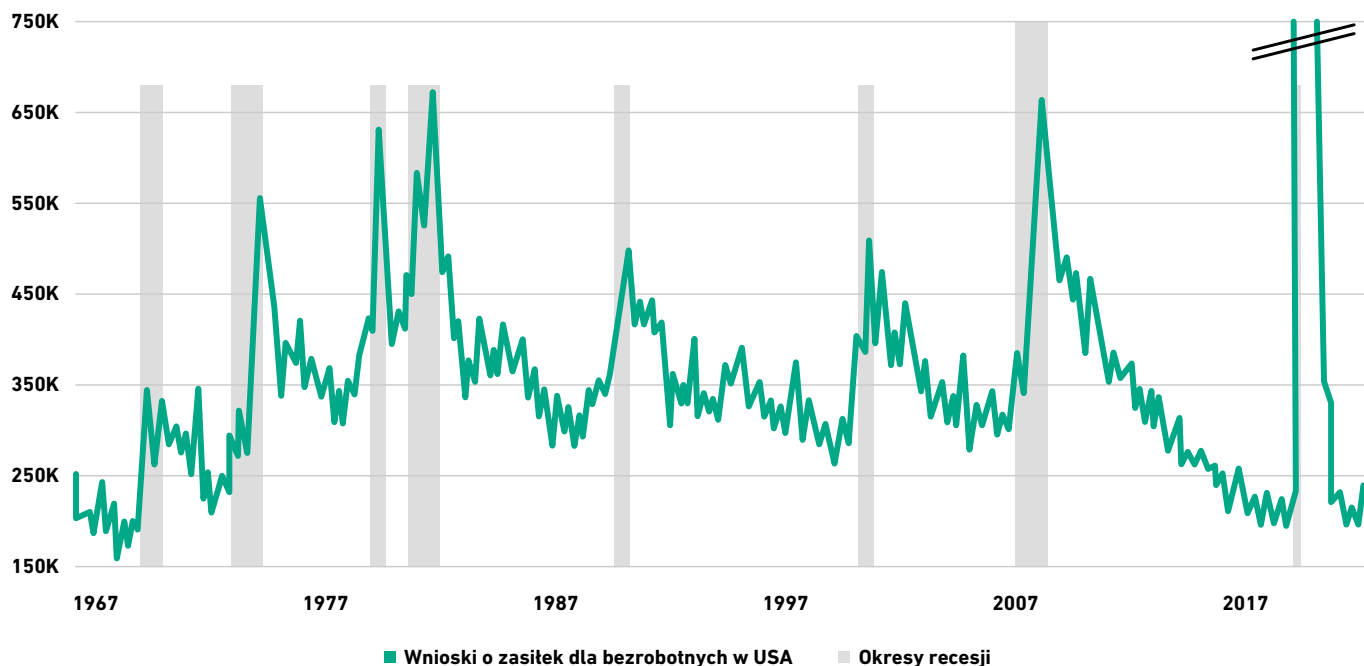
Na szczególną uwagę zasługuje też sektor technologiczny, a w szczególności spółek związanych ze sztuczną inteligencją i półprzewodnikami. W grudniu spółki te kontynuowały wzrosty za sprawą silnego sentymentu po wynikach Nvidii w listopadzie, wspartego dodatkowo prezentacją nowych kart AI przez AMD, a także dzięki silnym wynikom producenta pamięci Micron. Sektor półprzewodników oczekuje, że znajdujemy się w chwilowym dołku popytu globalnego i widać już sygnały odbicia.

Tempo wzrostu stóp procentowych w USA



Źródło: Bloomberg, Evercore

Wnioski o zasitek dla bezrobotnych w USA vs okresy recesji



Źródło: Bloomberg, Evercore

Pomimo bardzo silnego sentymentu na rynkach, w drugiej połowie miesiąca naszą uwagę zwróciły publikacje spółek, które nie zwiastują pozytywnego rozwoju sytuacji ekonomicznej. Fedex oraz Nike zareagowały bardzo negatywnie po publikacji swoich raportów kwartalnych, spadając w kolejnym dniu o ok. 12%. Zarządy obu spółek zaprezentowały prognozy na rok 2024, które były rozczarowujące dla inwestorów, sugerując słabnący popyt konsumencki na świecie. Tymczasem w Chinach rząd zepsuł sentyment do branży gier, poprzez opublikowanie planu nałożenia limitów na czas spędzany i środki pieniężne wydawane przez graczy na tę formę rozrywki.

Końcówka roku jest okresem publikacji przez wiele instytucji finansowych strategii i oczekiwań na kolejny rok. Analizując argumenty podnoszone przez te instytucje – głównie brokerów, globalne fundusze hedgingowe i ETF oraz banki stwierdzamy, że większość uczestników rynku oczekuje spowolnienia gospodarczego w USA i widzi ryzyko większej recesji w Europie.

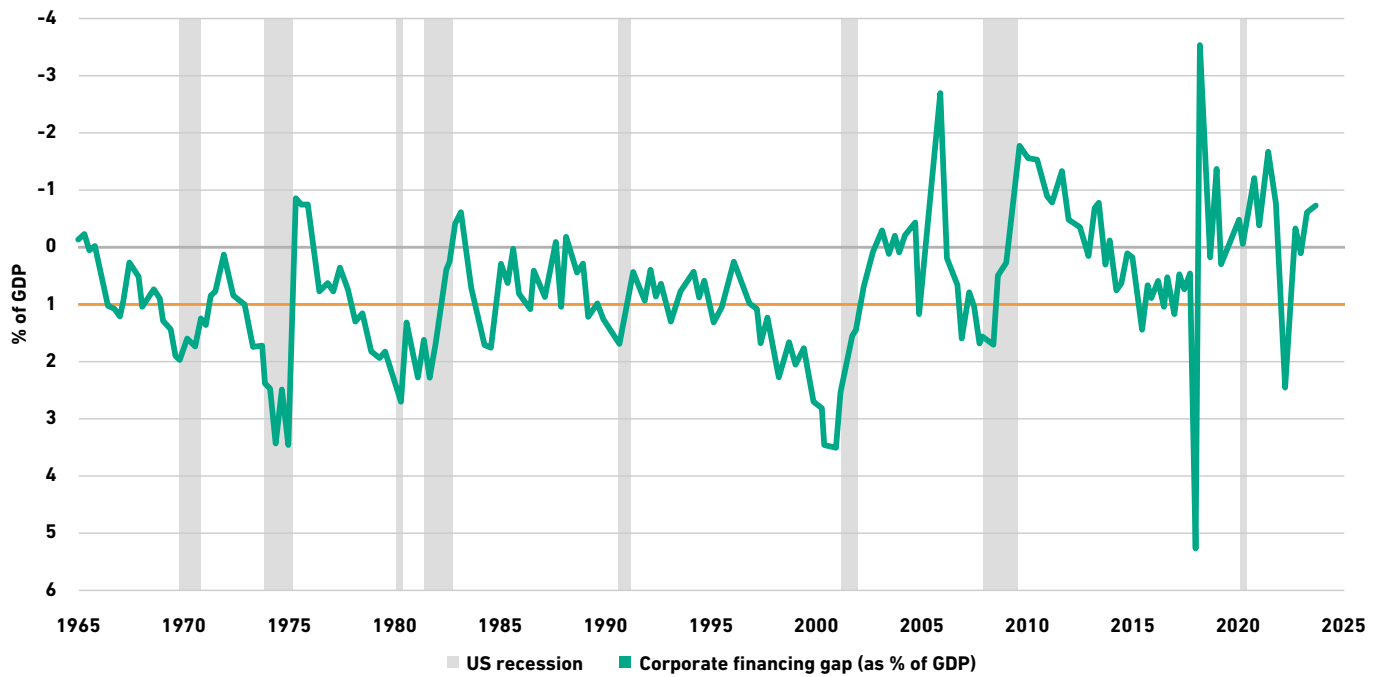


**Większość uczestników
rynku oczekuje spowolnienia
gospodarczego w USA i widzi ryzyko
większej recesji w Europie**



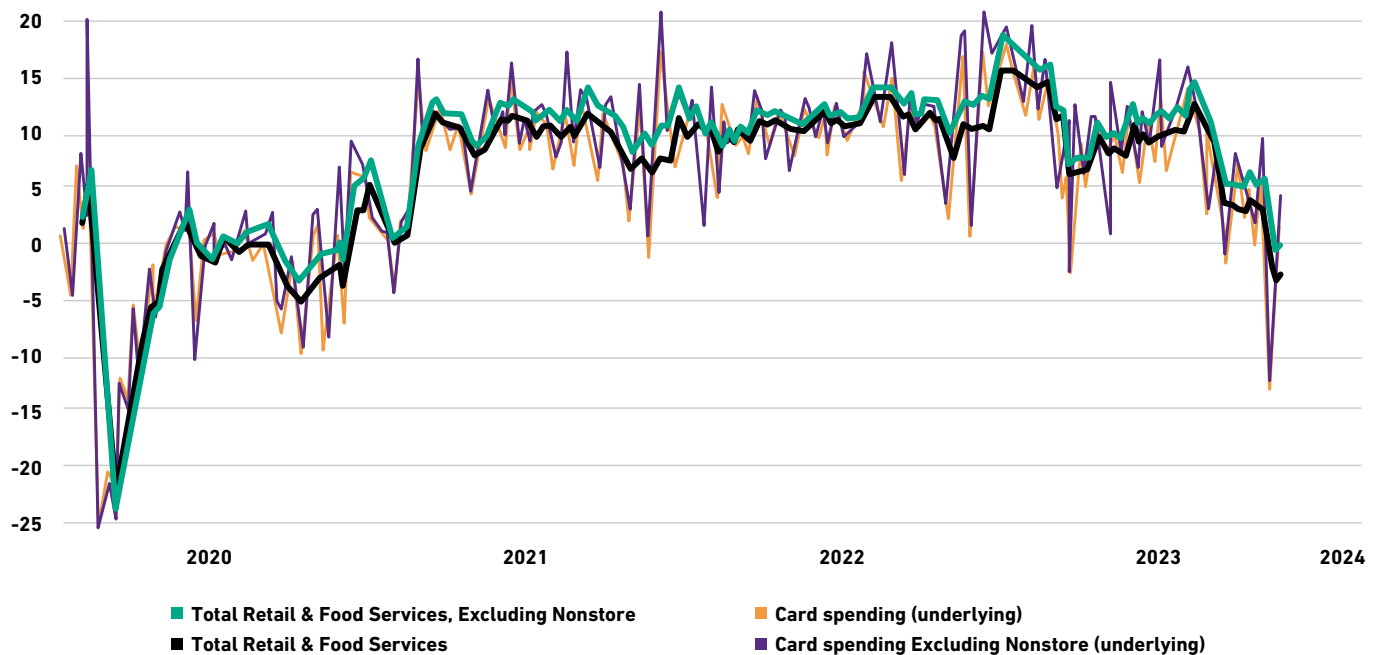
Oczekiwania wobec rynków akcji są różne, a publikujący sprzecząją się, która połowa roku będzie lepsza. Głównymi argumentami stojącymi za sobą rynku akcji są: (1) sprzyjająca polityka monetarna w USA – możliwe obniżki stóp w 2024r, (2) silna kondycja spółek (wysokie marże, niski poziom zadłużenia przedsiębiorstw), (3) nadal dobre dane makroekonomiczne – silny rynek pracy, słabnąca inflacja, co może sprzyjać sile nabywczej, (4) rok wyborczy w USA. Najczęściej podnoszonymi czynnikami ryzyka są natomiast: (1) wysoki dług publiczny w USA i duży udział sektora publicznego we wzroście PKB, (2) słabnący konsument (3) ryzyka globalne – napięcia polityczne, kondycja ekonomiczna Chin, nowe problemy z łańcuchami dostaw.

Deficyt finansowy w sektorze spółek USA (% PKB)



Źródło: Longview Economics, Macrobond

Wydatki za pomocą kart płatniczych (względem poziomów przed pandemią)



Źródło: Longview Economics, Macrobond

Perspektywa zarządzających funduszami Rockbridge TFI jest odmienna. Widząc bardzo silne zachowanie rynku w końcu roku, nadal sprzyjające wskaźniki makroekonomiczne (bezrobocie, aktywność gospodarcza, odbijające wskaźniki sentymentu w gospodarce USA), a także jednoznacznie mniej restrykcyjnej polityki monetarnej w USA, liczymy na utrzymanie się dalszych wzrostów na rynkach akcji.

Uważamy, że początek 2024 roku będzie dobrym okresem dla spółek mniejszych, które w 2023 roku zachowywały się gorzej od tych największych. Rok 2023 był rokiem obaw o recesję, oczekiwaniem na pogorszenie wyników spółek w wyniku spadku popytu i wzrostu kosztów (pracy, odsetek od długu), natomiast rok 2024 powinien być rokiem powrotu do wzrostu przychodów dzięki efektowi powszechnego wzrostu cen, oraz utrzymującego się popytu, który będzie pod mniejszą presją finansową (wzrost płac, spadek kosztów odsetkowych). Spółki mniejsze są bardziej ekspozowane na „realną” gospodarkę, stąd ożywienie powinno przynieść wzrost wycen.



Uważamy, że początek 2024 roku będzie dobrym okresem dla spółek mniejszych

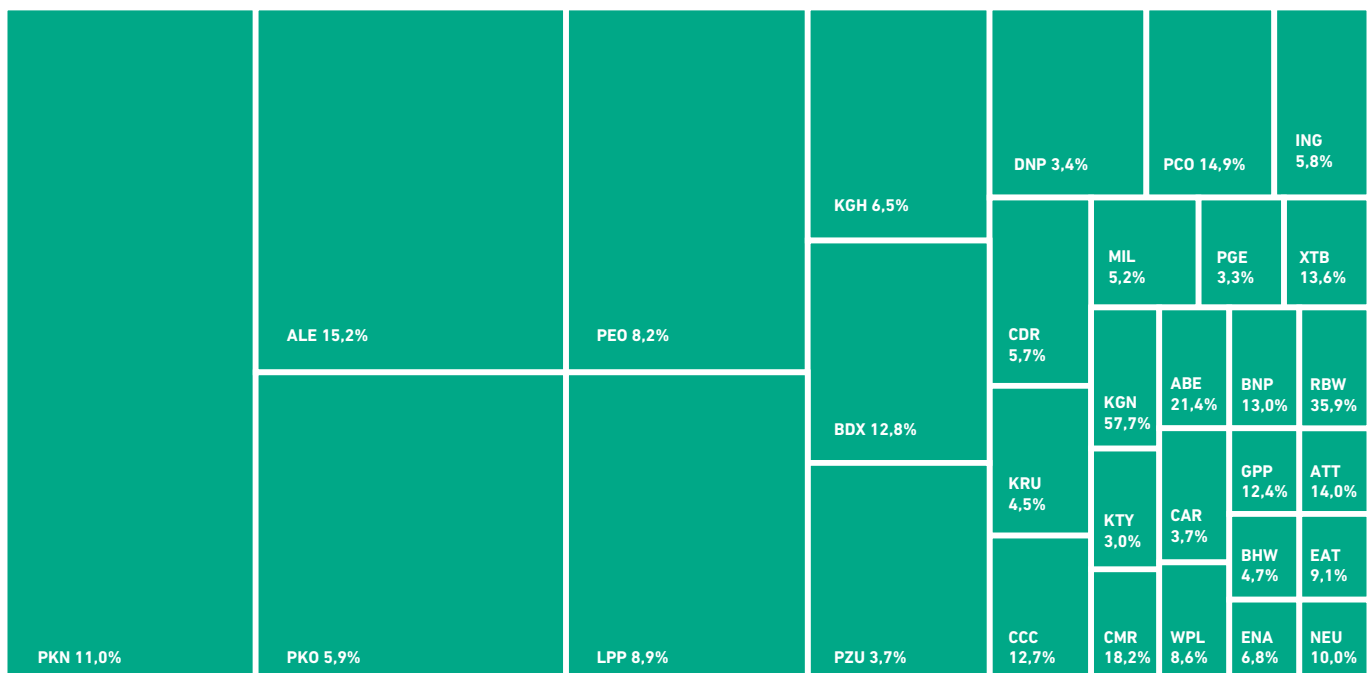


Jednocześnie widzimy też pewne ryzyko większego spowolnienia gospodarczego w drugiej połowie roku, jednak uważamy, że na chwilę obecną brakuje czynnika zapalnego, żeby pozycjonować portfel defensywnie na cięższe czasy. Obawiamy się obecnie ominięcia silnego rynku niż nagłych spadków. Jednocześnie trzymamy rękę na pulsie, wiedząc, że wystarczy parę istotnie słabszych danych (np. wzrost inflacji lub surowców energetycznych, wzrost bezrobocia, eskalacja konfliktów zbrojnych na świecie), żeby zdestabilizować rynek. W roku 2024 będą miały miejsce wybory parlamentarne i prezydenckie w 40 krajach świata, co także stanowi czynnik ryzyka dla rynków akcji. Kluczowym czynnikiem najprawdopodobniej będzie jednak zachowanie się popytu globalnego w obliczu nadal restrykcyjnej polityki monetarnej i na ten aspekt inwestorzy muszą zwrócić szczególną uwagę.

POLSKA

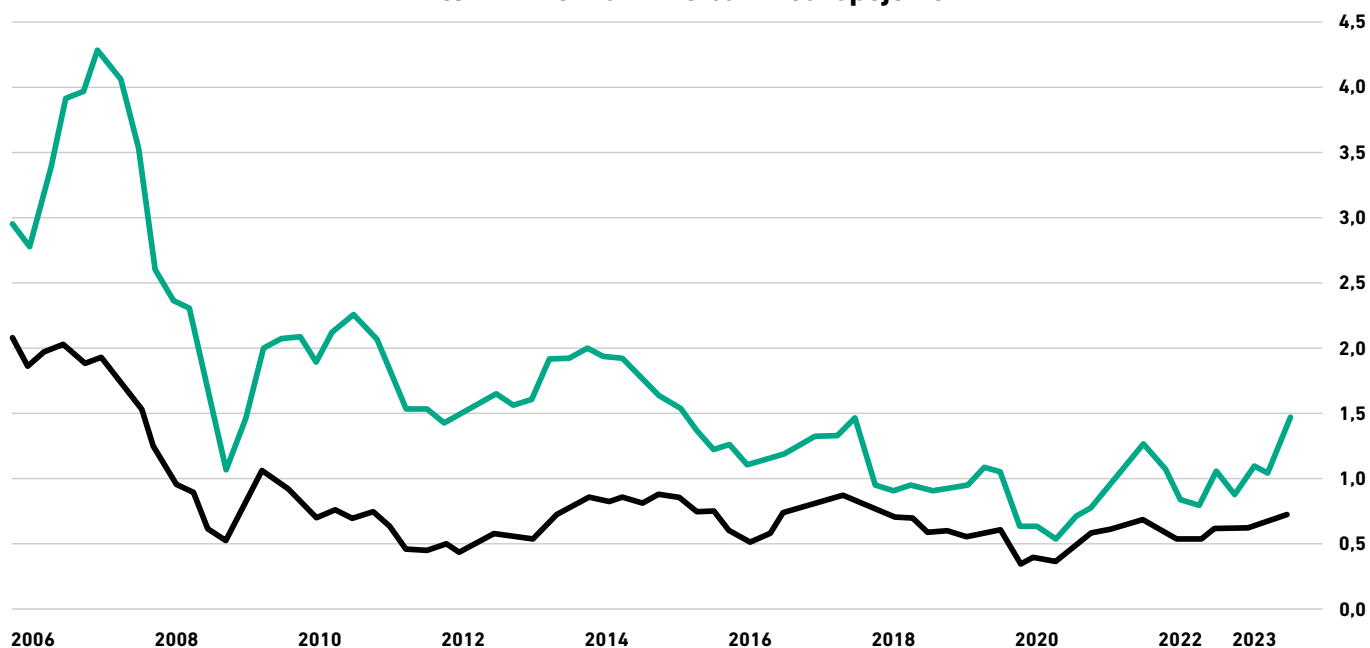
Grudzień był kolejnym bardzo silnym miesiącem dla polskich akcji. Indeks WIG urósł o 5.6%, WIG20 o prawie 6%, a mWIG40 i sWIG80 o odpowiednio 4.5% i 6.6%. Głównymi czynnikami stojącymi za tak silnym zachowaniem rynku były: (1) kontynuowany silny trend napływu kapitału zagranicznego do polskich akcji, (2) sprzyjające informacje ze świata lokalnej polityki, oraz (3) wspierające trendy globalne.

Wpływ poszczególnych spółek na wzrost indeksu WIG w grudniu



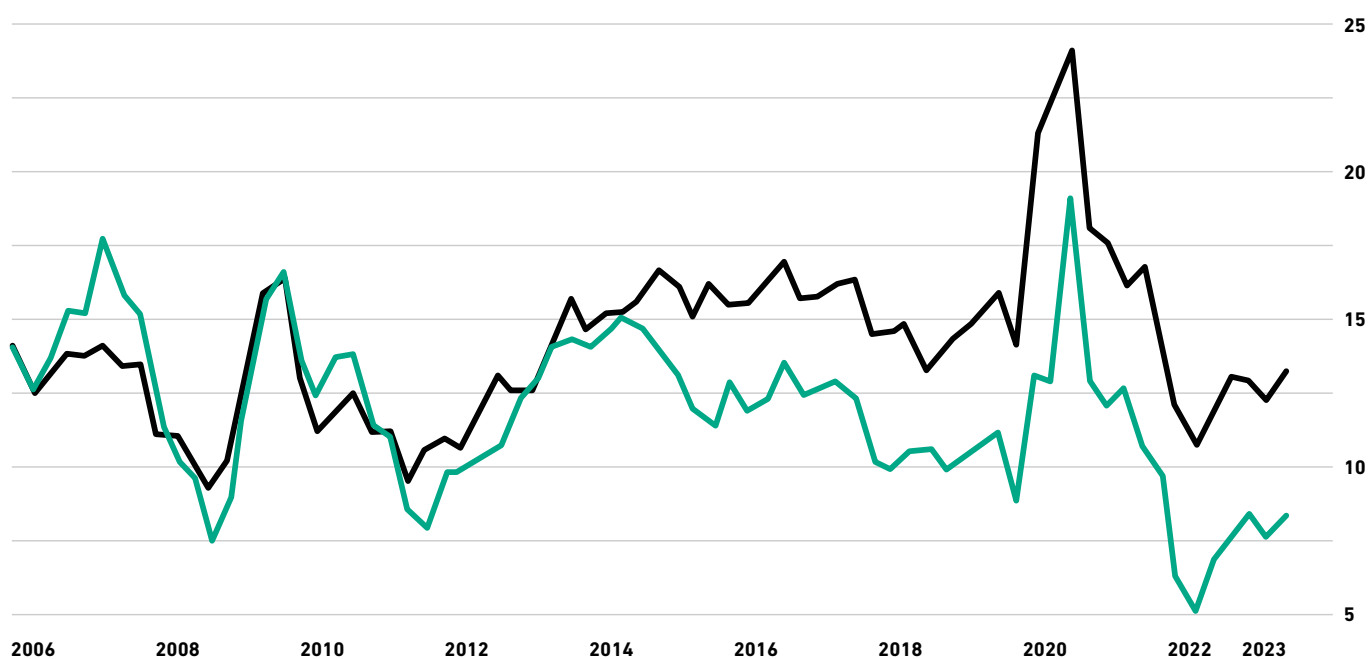
W przeciwieństwie do listopada, głównymi motorami wzrostu indeksów w Polsce były spółki sektora handlu detalicznego, za sprawą sprzyjających komentarzy płynących z tych spółek na temat popytu w okresie listopad-grudzień. Firmy kurierskie także zwróciły uwagę na silny popyt i dużą dynamikę wolumenów r/r. Banki w grudniu zachowywały się relatywnie gorzej, co wynika naszym zdaniem z braku silnych dalszych czynników do wzrostu i wyceny względem sektora w Europie.

C/Wk WIG-Banki vs banki europejskie



Źródło: Bloomberg

P/E indeksu WIG vs EuroStoxx 600



Źródło: Bloomberg

Zwracamy jednak uwagę, że pomimo bardzo silnych wzrostów na warszawskim parkiecie, wskaźnik Cena/Zysk dla indeksu WIG nadal jest relatywnie nisko względem poziomów historycznych, a także w porównaniu do spółek Europy Zachodniej.

W listopadzie utrzymały się pozytywne napywy do TFI, co wynikało z silnego zachowania rynków finansowych i apetytu inwestorów na ryzyko. Szacowane zakupy polskich akcji przez branżę TFI wyniosły ok 200mln zł. Uważamy, że nadal silne zachowanie rynków będzie wspierało dalsze napywy do sektora, w szczególności mając na uwadze możliwe spadki stóp procentowych, więc także rentowności produktów bankowych.

W grudniu miała miejsce udana oferta publiczna spółki Murapol, po zwiększeniu oferty o 20% na skutek wysokiego popytu na akcje. Kurs na debiucie urósł o 13%, kapitalizacja spółki wynosi ok 1.5mld zł. Debiut zakończony sukcesem, pomimo już trzeciego podejścia do rynku, świadczy o sile rynku lokalnego, chęci inwestorów do zaangażowania w nowe spółki i wpisuje się w silny trend spółek deweloperskich, korzystających na sprzyjających regulacjach i inflacji.

Patrząc na rok 2024, oczekujemy utrzymania się dobrego sentymentu na rynku akcji w Polsce. Sądzymy, że duże spółki mogą jeszcze zyskiwać w wycenach w wyniku napływu kapitału zagranicznego do Polski, jednak najprawdopodobniej w znacznie mniejszym stopniu niż miało to miejsce w ostatnim kwartale. Inwestorzy będą bardziej skupiać się na spółkach średnich i małych, dla których upatrujemy głównych czynników wzrostu w nadal atrakcyjnych wycenach, w połączeniu z oczekiwaną poprawą wyników i niską alokacją zagranicznych inwestorów. Spółki detaliczne mogą korzystać na rosnącej sile nabywczej Polaków dzięki utrzymującym się wzrostom płac, w połączeniu z niższą presją inflacyjną. Spółki przemysłowe, które mają za sobą trudne 2 lata, mogą odreagować dzięki spadkom kosztów materiałowych, większej dostępności zasobów i pracy, oraz programom europejskim, które będą stymulować popyt. Energetyka ma szansę na dalszy rerating, wraz z przeprowadzanymi zmianami w zakresie ładu korporacyjnego, natomiast sektor bankowy nadal korzysta z wysokiej płynności w sektorze i restrykcyjnej polityki monetarnej.

Głównym ryzykiem dla warszawskiego parkietu są czynniki globalne – informacje ze świata globalnej polityki, ryzyko eskalacji konfliktu pomiędzy Rosją i Ukrainą, czy też dramatyczny spadek popytu konsumenckiego w Europie zachodniej. Pomimo słabości danych makro w Europie w ostatnich miesiącach wierzymy, że region wyjdzie obronną ręką ze spowolnienia, gdyż widać już pewne sygnały stabilizacji (lepsze wskaźniki wyprzedzające, stabilizacja lub drobne odbicie zamówień w niektórych gałęziach przemysłowych). Dlatego uważamy, że polskie spółki także utrzymają silne wyniki w przyszłym roku, co przy nadal atrakcyjnych wycenach daje pole do utrzymania wzrostów.

NOTA PRAWNA

Przedstawiony materiał ma charakter reklamowy, nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego i nie należy go traktować jako rekomendacji inwestowania w jakiegokolwiek instrumenty finansowe. Rockbridge nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne szkody spowodowane wykorzystaniem opinii i informacji w nim zawartych. Niniejszy materiał nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego, jak również usługi rekomendacji dotyczącej instrumentów finansowych lub ich emitentów w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, a także nie jest formą świadczenia doradztwa podatkowego, ani pomocy prawnej.

Przed podjęciem ostatecznych decyzji inwestycyjnych należy się zapoznać z prospektem informacyjnym funduszu inwestycyjnego oraz dokumentami Kluczowych Informacji dla Inwestorów. Informacje o pobieranych opłatach manipulacyjnych znajdują się w tabeli opłat. Wymienione dokumenty są dostępne w siedzibie Rockbridge TFI S.A., placówkach dystrybutorów oraz na stronie internetowej www.rockbridge.pl

Inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykiem i nie gwarantuje realizacji założonego celu inwestycyjnego ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Uczestnik powinien liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części zainwestowanych środków. Wyniki historyczne nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych zysków w przyszłości. Jednostki uczestnictwa nie są depozytem bankowym.

Wartość aktywów poszczególnych funduszy inwestycyjnych może charakteryzować się dużą zmiennością ze względu na skład portfela inwestycyjnego funduszu lub ze względu na stosowane techniki zarządzania.

Wyniki historyczne nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych zysków w przyszłości. Uczestnik funduszu powinien liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części wpłaconych środków. Niezależnie od informacji zamieszczonych w materiale, przed zawarciem każdej transakcji Inwestor zobowiązany jest do określenia i oceny jej ryzyka, potencjalnych korzyści oraz ewentualnych strat, jak również w szczególności charakterystyki, konsekwencji prawnych i księgowych transakcji, konsekwencji zmieniających się czynników rynkowych oraz w sposób niezależny ocenić, czy jest w stanie sam lub po konsultacjach ze swoimi doradcami podjąć takie ryzyko.

Materiał pochodzi od spółki Rockbridge Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A., ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, wpisanej do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy pod nr KRS 000002970; Kapitał zakładowy i wpłacony: 27 251 869,00 zł; NIP: 527-21-53-832, REGON 013083243. Rockbridge TFI S.A. działa na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa.

Prawa autorskie do niniejszego materiału przysługują Rockbridge TFI. Żadna z części tego materiału nie może być kopiowana lub przekazywana nieupoważnionym osobom. Materiał ten nie może być odtwarzany lub przetrzymywany w jakimkolwiek systemie odtwórczym: elektronicznym, magnetycznym lub innym. Wykorzystywanie jej przez osoby nieupoważnione lub działające niezgodnie z powyższymi zastrzeżeniami bez pisemnej zgody Towarzystwa lub w inny sposób naruszający przepisy prawa autorskiego może być powodem wystąpienia z odpowiednimi roszczeniami.