

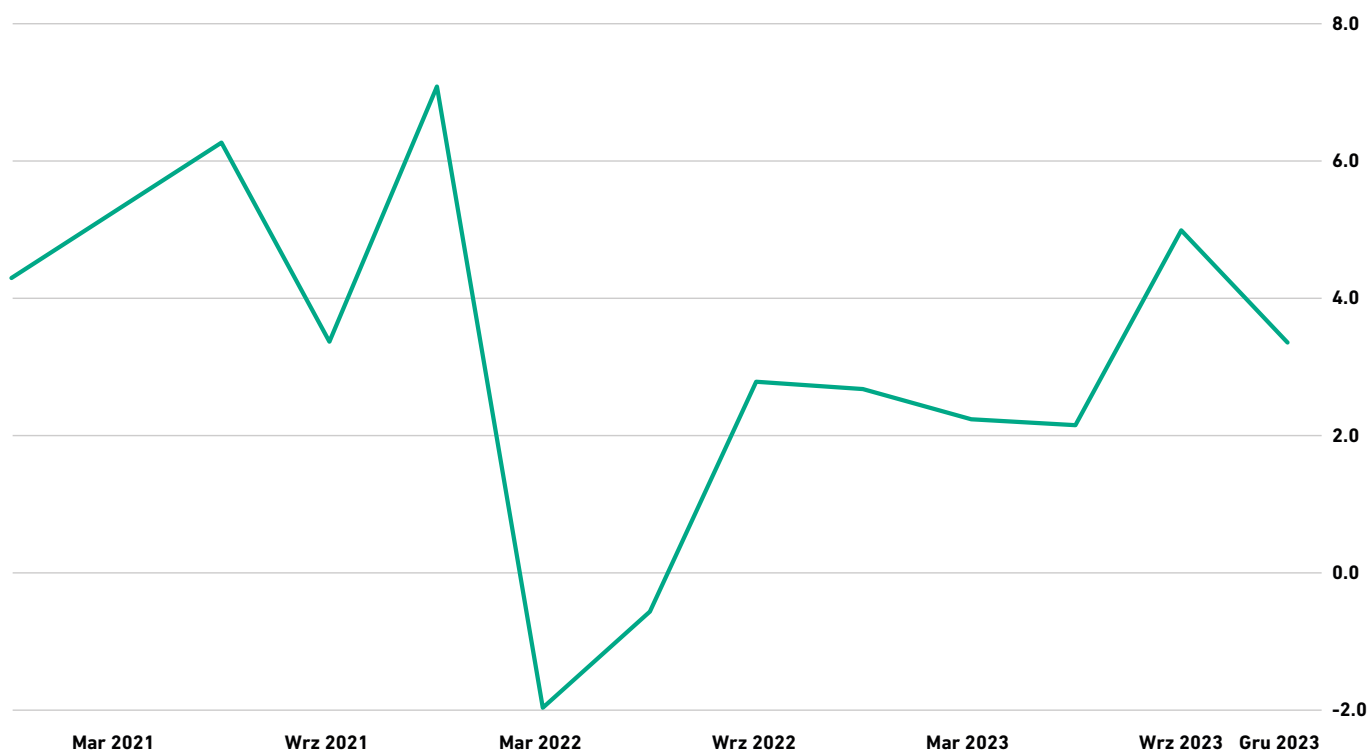
Luty 2024

RYNKI DŁUŻNE

Rentowności obligacji na rynkach bazowych zakończyły styczeń blisko poziomów z jego początku. Wokolicach 3,90% dla 10-letniego amerykańskiego benchmarku i 2,10% w przypadku jego niemieckiego odpowiednika. W pierwszej części miesiąca rentowności rosły pod wpływem dobrych danych makro i wyważonych wypowiedzi bankierów centralnych. Pod koniec miesiąca przejściowo wróciły obawy o kondycję banków regionalnych w USA i w reakcji na risk-off rentowności obligacji spadały, szczególnie na długim końcu krzywej i na rynkach uważanych za najbardziej bezpieczne.

W napływających danych makroekonomicznych nadal widoczna jest zaskakująca moc gospodarki amerykańskiej w porównaniu do „reszty świata”. Realny wskaźnik PKB za ostatni kwartał 2023 wyniósł 3,3% w skali roku, znacząco powyżej oczekiwań rynkowych. Rynek pracy jest nadal mocny, na co wskazują dane JOLTS i NFP.

Gospodarka amerykańska nadal rośnie pomimo wysokich stóp procentowych. Realne PKB kw/kw zannualizowane

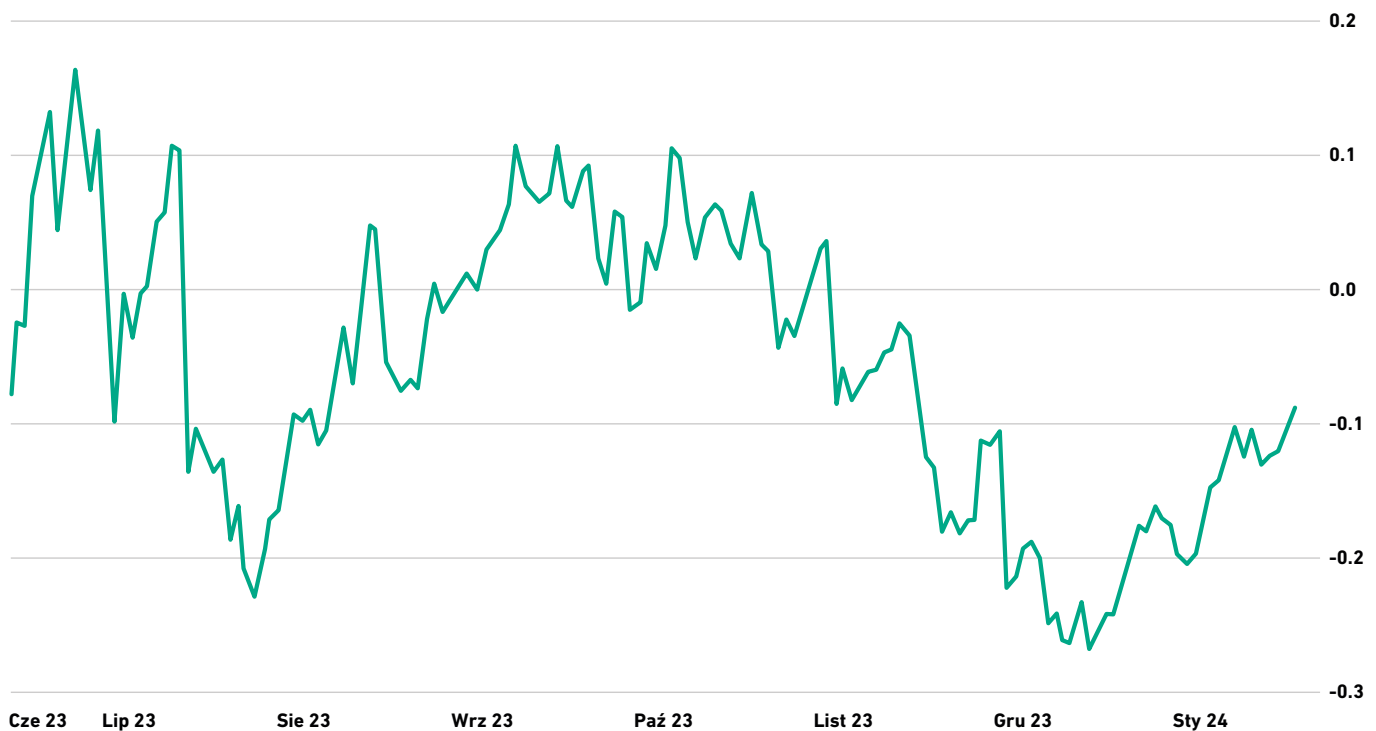


Źródło: Bloomberg

Kondycja gospodarek europejskich, zwłaszcza niemieckiej, jest gorsza, co znalazło swoje odzwierciedlenie w komunikacji po styczniowym posiedzeniu ECB. Marazm gospodarczy nie okazał się jednak na tyle duży aby sprowadzić inflację w Eurolandzie do celu. W odczytach za styczeń zaskoczyła ona w górę m.in. w Hiszpanii (3,5% r/r – odczyt wyższy niż za grudzień).

Na posiedzeniu ECB nie zmieniono stóp procentowych, stopa depozytowa nadal wynosi 4%. Na razie nie jest prowadzona dyskusja na temat jej obniżenia. Członkowie ECB wskazują marcową publikację projekcji makroekonomicznej jako potencjalny moment na dyskusję nad tagodzeniem polityki monetarnej. Styczniowe posiedzenie FED było bardziej konkretne - wykluczono marzec jako najbardziej prawdopodobny moment rozpoczęcia cyklu obniżek. Zakomunikowano również, że rozpoczęła się dyskusja na temat zmniejszenia skali redukcji bilansu FED (QT taper).

Rynek powoli redukuje oczekiwania na na marcową obniżkę FED. Liczba punktów bazowych podwyżek/obniżek na marcowym posiedzeniu FOMC



Źródło: Bloomberg

Polski 10-letni benchmark również zakończył miesiąc blisko poziomów z końca grudnia, podążając za globalnym sentymentem. Niżej znalazły się rentowności najkrótszych papierów, a krzywa obligacyjna wystromiła się nieznacznie.

Rada Polityki Pieniężnej na styczniowym posiedzeniu podjęła decyzję o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Na konferencji po posiedzeniu Prezes NBP ocenił, że w marcu inflacja w Polsce przejściowo spadnie w okolice celu inflacyjnego aby ponownie wzrosnąć w drugiej połowie roku. Prawdopodobieństwo obniżenia stóp na obecnym etapie cyklu zostało ocenione jako niskie. Co ciekawe, inny członek RPP Ireneusz Dąbrowski w jednej ze swoich wypowiedzi zasugerował, że do palety działań NBP może wejść aktywna redukcja bilansu (sprzedaż obligacji covidowych). Ta informacja wystraszyła uczestników rynku, została jednak po pewnym czasie zdementowana przez innych członków Rady.

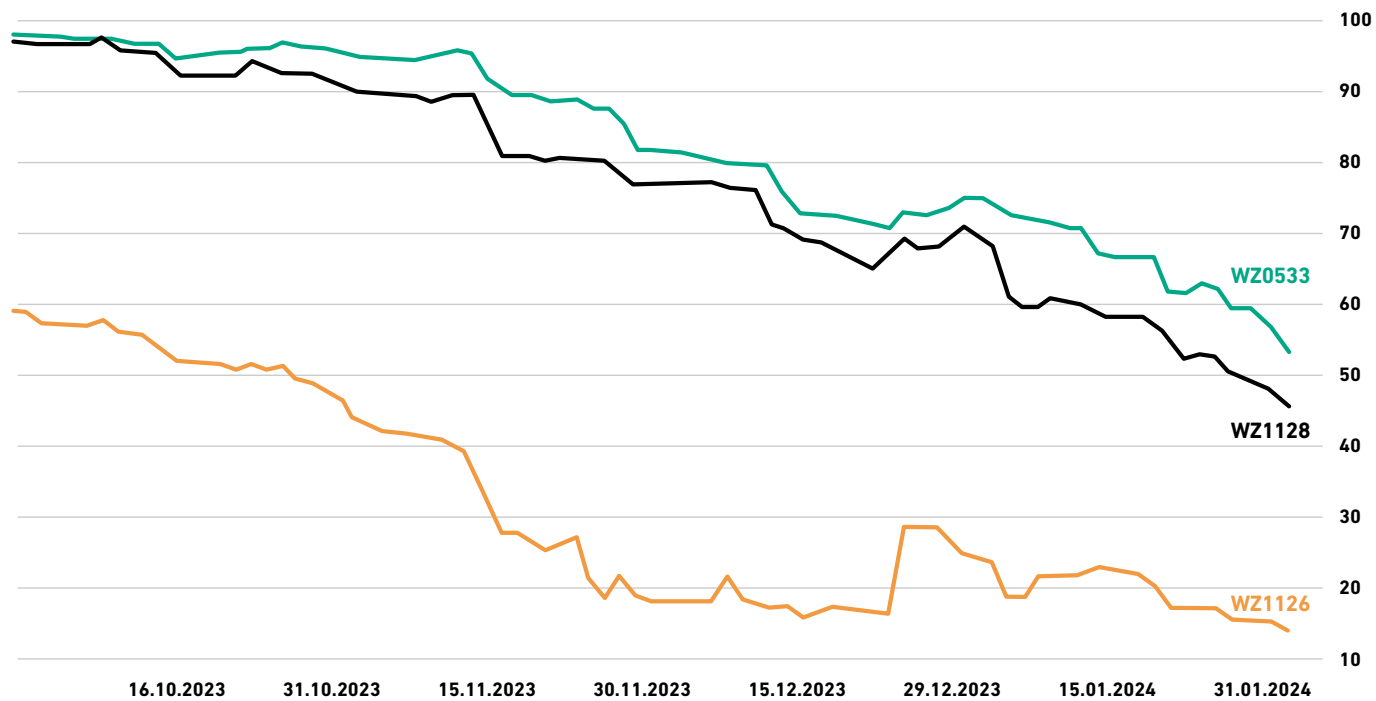


Styczeń był ciekawym miesiącem dla lokalnego rynku długu



Mimo niewielkiej zmienności notowań papierów stałokuponowych styczeń był ciekawym miesiącem dla lokalnego rynku długu ze względu na aż trzy przetargi sprzedaży obligacji, które zaplanowało Ministerstwo Finansów (na 5, 23 i 29 stycznia). Mimo obaw wielu inwestorów aukcje były udane. Sprzedano na nich papiery odpowiednio za prawie 9, 10, 7 mld złotych, przy czym popyt znacznie przekraczał podaż. Spowodowało to dalsze istotne zawężenie się spreadów ASW i i discount margins dla obligacji WZ co jest tożsame ze wzrostem ich cen.

Discount margin dla papierów zmiennokuponowych WZ1126, WZ1128 i WZ0533



Źródło: Bloomberg

W najbliższym czasie najprawdopodobniej należy spodziewać się trendu bocznego rentowności, zarówno lokalnie jak i globalnie.

AKCJE ZAGRANICZNE

Stopy zwrotu za styczeń 2024

	Styczeń 2024
WIG	-1.3%
WIG20	-2.7%
S&P500	1.6%
Nasdaq	1.0%
Stoxx600	1.4%
DAX	0.9%
MSCI Emergin Mkts	-4.7%
MSCI World	1.1%
WIG Banki	1.6%
US 20Y yield (%)	-2.2%
Ju13 LN Equity	0.5%
WIBR6M	0.5%
RTY	-3.9%
mWIG40	1.1%
sWIG80	0.1%

Źródło: Bloomberg

Od paru miesięcy inwestorzy z niecierpliwością wyczekują danych makroekonomicznych, poszukując sygnałów, które pozwolą jednoznacznie ocenić czy gospodarka światowa zmierza w kierunku recesji, czy też wyjdzie z obecnego spowolnienia obronną ręką. To właśnie główne dane makro w USA i Europie są kluczowe w tej analizie, gdyż na ich podstawie FED i EBC decydują o polityce monetarnej.

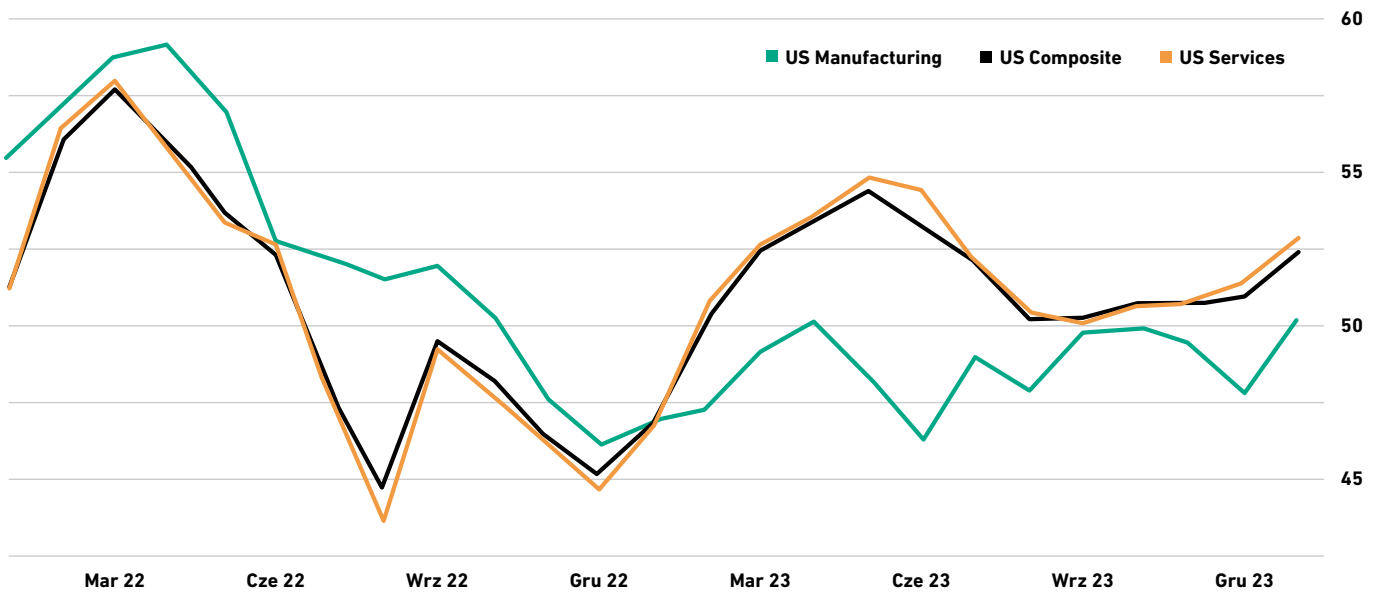


W styczniu obserwowaliśmy wysyp pozytywnych danych z USA



W styczniu obserwowaliśmy wysyp pozytywnych danych z USA, gdzie rynek pracy pozostaje w dobrej kondycji, inflacja CPI spada, jednak wolniej niż ceny producentów (PPI), a sentyment wśród uczestników rynku (PMI) poprawia się. Co istotne, w grudniu obserwowaliśmy poprawę nastrojów wśród przedsiębiorstw w sektorze przemysłowym. W dalszych dniach miesiąca obserwowaliśmy też silne dane o sprzedaży detalicznej w USA w grudniu. Słabszy spadek inflacji konsumenckiej niż wśród producentów daje tymczasowo nadzieję na poprawę marż przedsiębiorstw.

Odczyty PMI w USA – wszystkie już powyżej 50



Źródło: Bloomberg, Rockbridge TFI

W Europie nie obserwowaliśmy tak jednoznacznie pozytywnych danych, gdyż inflacja pozostaje na relatywnie wysokim poziomie, co zmusza EBC do podtrzymania restrykcyjnej polityki. Jednocześnie EBC widzi oznaki spowolnienia w gospodarce regionu, co rodzi pewne ryzyko w kolejnych miesiącach. Styczeń obfitował także w wydarzenia geopolityczne, które rzuciły cień na rynki poprzez wzrost cen ropy naftowej. Napięcia na bliskim wschodzie związane z operacją militarną Izraela spowodowały utrudnienia w transporcie morskim, prowadząc do wzrostu stawek frachtu morskiego i cen produktów naftowych.

Podsumowując, otoczenie wytworzone przez dane makro sprawiło, że rynek mocniej zaczął dyskontować scenariusz „miękkiego lądowania” gospodarki USA, oczekując braku, lub jedynie technicznej recesji w 2024r. Dało to pole dla utrzymania się bardzo dobrego nastroju na rynkach akcji. W konsekwencji w styczniu MSCI World urósł o 1.1%, S&P500 o 1.6%, Nasdaq o 1% a DAX o 0.9%. W ciągu miesiąca indeksy amerykańskie dużych spółek osiągnęły najwyższe szczyty w historii. Gorzej natomiast zachowywały się indeksy rynków wschodzących (MSCI EM spadł o ponad 4.7%) i małe spółki w USA (Russell 2000 spadł o 3.9%).



Kluczowym tematem przewodnim pozostaje sztuczna inteligencja (AI) i spółki eksponowane na nią



Styczeń jest też miesiącem, w którym pojawiły się pierwsze publikacje wyników finansowych za czwarty kwartał ubiegłego roku. Kluczowym tematem przewodnim pozostaje sztuczna inteligencja (AI) i spółki eksponowane na nią. Początek sezonu wynikowego przyniósł kolejne pozytywne zaskoczenie na tym polu, tym razem za sprawą TSMC, które ogłosiło wysoki poziom nakładów inwestycyjnych w 2024 z powodu popytu na półprzewodniki dedykowane AI, oraz ASML, które rozpoznało rekordowy napływ zamówień w czwartym kwartale, także z powodu nadchodzącego popytu od klientów rozwijających rozwiązania AI. W ostatnim tygodniu miesiąca mieliśmy do czynienia z kumulacją wyników tego sektora (min AMD, Alphabet, Microsoft, Meta, Apple, Amazon). Reakcja na pierwsze z nich pokazuje jednak, że apetyty inwestorów były bardzo wygórowane, a w konsekwencji bardzo dobre wyniki są słabo odbierane przez uczestników rynku.

Odczyty wyników kwartalnych z innych sektorów były mniej pozytywne. Uwagę zwrócić na siebie wyniki m.in. spółek chemicznych, spodziewających się dalszego spowolnienia popytu w tym roku wobec już i tak słabego 2023r, słabsze wyniki spółek produkujących półprzewodniki dla sektora automotive (a także Tesli), co dowodzi słabości popytu na samochody elektryczne. Wśród niektórych spółek widać oznaki obaw o kondycję konsumenta w bieżącym roku, a także pierwsze działania zaradcze – sygnalizacja zwolnień grupowych wśród pracowników (UPS, Paypal, Microsoft, Amazon itd.). Podsumowując, widzimy że zarządy spółek bardzo ostrożnie patrzą w przyszłość, mając świadomość możliwego spowolnienia, co powinno studzić oczekiwania inwestorów, a w konsekwencji też wyceny giełdowe spółek.

Kwartałne wyniki spółek S&P500 na 31/01/2024 – silne zaskoczenia w sektorze Energii, Ochrony Zdrowia i Finansów. IT i Komunikacja mniej zaskakujące

Sector (GICS)	Sales Surprise					Earnings Surprise			
	Reported	Positive	Inline	Negative	%	Positive	Inline	Negative	%
All Securities	185 / 500	104	36	45	1.30%	145	10	30	6.80%
Energy	8 / 23	3	1	4	0.13%	7	0	1	21.55%
Materials	9 / 28	6	3	0	1.41%	7	1	1	7.81%
Industrials	35 / 78	20	9	6	1.26%	27	2	6	6.26%
Consumer Discretionary	15 / 53	6	1	8	1.88%	11	0	4	4.78%
Consumer Staples	12 / 38	3	4	5	0.75%	11	0	1	6.01%
Health Care	15 / 64	13	1	1	2.70%	13	1	1	10.44%
Financials	46 / 72	24	10	12	-0.04%	36	2	8	8.34%
Information Technology	28 / 64	16	5	7	1.08%	24	1	3	6.59%
Communication Services	8 / 19	8	0	0	2.19%	4	1	3	1.35%
Utilities	2 / 30	1	0	1	3.21%	1	0	1	5.09%
Real Estate	7 / 31	4	2	1	0.67%	4	2	1	1.33%

Źródło: Bloomberg

W tym otoczeniu pozostajemy wierni strategii omawianej w poprzednim miesiącu. Przeważamy spółki cykliczne, oczekując „miękkiego lądowania”, jednocześnie widzimy, że apetyty inwestorów wobec spółek technologicznych są bardzo wygórowane, co daje pole do korekty tego segmentu rynku.

AKCJE POLSKIE

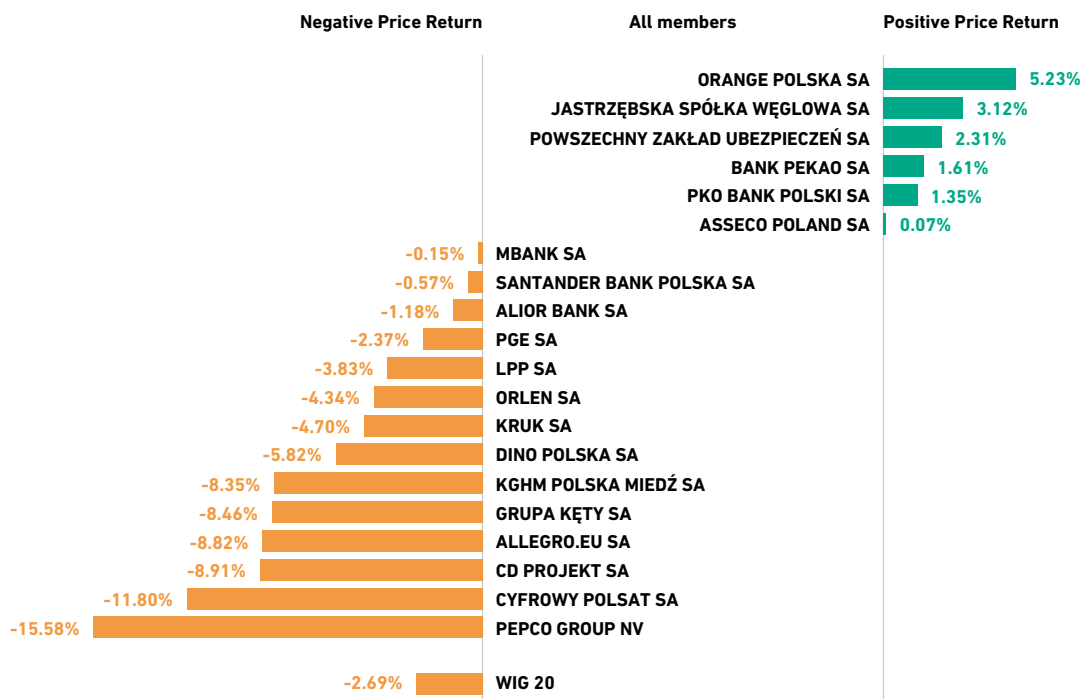
Styczeń był mało udanym miesiącem dla dużych polskich spółek. Indeks WIG spadł o 1.3%, WIG20 o 2.7%, natomiast mWIG40 wzrósł o 1.1%. Rynek polski wpisał się w grupę tych, które uległy globalnej korekcie, dotyczącej szczególnie rynków wschodzących. Główne przyczyny styczniowej korekty to: (1) dalszy odpływ kapitału z rynku chińskiego, za sprawą nadal słabych danych makro z tego regionu i kontynuowanych spadków na lokalnych giełdach, (2) korekta bardzo silnego trendu wzrostowego z czwartego kwartału ubiegłego roku, oraz (3) schłodzenie nastrojów inwestorów zagranicznych wobec polskiego rynku, w konsekwencji słabych medialnie komunikatów ze świata polskiej polityki.

Otoczenie polityczne nadal rzutuje mocno na nastawienie inwestorów globalnych do polskiego rynku. Inwestorzy zagraniczni po zmianach parlamentarnych w końcówce poprzedniego roku oczekują przeprowadzenia obiecanych reform pro-socjalnych (wspierających kondycję konsumentów), napływu środków z funduszy UE, a także poprawy ładu korporacyjnego w spółkach Skarbu Państwa. Ze względu na brak pozytywnych rozstrzygnięć w tych kwestiach, część inwestorów podchodzi nadal z rezerwą do naszego rynku.

Lokalni inwestorzy instytucjonalni najprawdopodobniej także ograniczyli aktywność po bardzo owocnej końcówce roku. Według raportów brokerów, w grudniu napływy do lokalnych funduszy akcji były niewielkie (ok 50 mln zł) oraz dochodziło do istotnej rotacji z funduszy spółek dużych, do segmentu małych i średnich.

W styczniu Jeronimo Martins zaraportował wyniki sieci Biedronka, które były słabsze od oczekiwań rynkowych i negatywnie wpłynęły na kurs akcji tej spółki. Przez to pogorszył się również sentyment do innych firm z tego sektora, czego przykładem był 12 - procentowy spadek cen akcji Dino Polska. W dalszej części miesiąca obserwowaliśmy pierwsze wyniki banków (Millennium, Santander), które utrzymały wysoki poziom rentowności, co w końcówce miesiąca przyniosło ożywienie w tym segmencie. Segment energetyki był pod presją ze względu na duże odpisy księgowe dokonane przez PGE. Kurs Orlen także podlegał korekcie, za sprawą prawdopodobnego odpływu kapitału zagranicznego niesprzyjających informacji politycznych.

Zachowanie spółek WIG20 w styczniu



Źródło: Bloomberg

Styczeń był znacznie lepszym miesiącem dla średnich spółek (np. Budimex, Benefit, XTB). Szczególnie mocny był sektor spółek budowlanych, co mogło wynikać z wysokich oczekiwań dotyczących zysków spółek w tym roku, za sprawą uruchomienia projektów współfinansowanych przez KPO oraz przemijających presji kosztowych.



**Pozostajemy pozytywnie
nastawieni do rynku polskiego**



Podsumowując, w tym roku pozostajemy pozytywnie nastawieni do rynku polskiego, szczególnie mniejszych spółek. Zachowanie kursów spółek największych zależy będzie od sentymentu globalnego do naszego rynku, natomiast spółki małe i średnie powinny być większym beneficjentem poprawy zysków wobec poprzedniego roku, obciążonego wysokimi kosztami energii i pracowników. Pierwsze oznaki odbicia koniunktury w USA mogą rzutować pozytywnie na sektory przemysłowe w Europie, a następnie w Polsce, dlatego widzimy pole do pozytywnych zaskoczeń na naszym rynku w dalszej części roku.

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 0000002970; 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.