



## Rynek długu

W ostatnich tygodniach polski rynek obligacji skarbowych pozostawał pod wpływem rynków bazowych. Po bardzo udanym początku roku, w lutym rentowności polskich obligacji skarbowych na całej długości krzywej nieco wzrosły; dochodowości 5 i 10-latek z 6% do 6,55%, zaś 2-latek z 6% do ok. 6,35%. Główną przyczyną takiego zachowania rynku były – ogłoszone z początkiem lutego - decyzje FED i ECB o podniesieniu stóp procentowych i towarzysząca im wyprzedaż obligacji na rynkach w USA i Niemczech.

Zgodnie z szerokim konsensusem, FED podniósł główną stopę procentową o 25pb do przedziału 4,50-4,75%. Warto zauważyć, że stopy procentowe w USA są najwyższe od 2007 roku. Z komunikatów FED można wyczytać, że dalsze podwyżki będą kontynuowane, co wydają się jak najbardziej realne biorąc pod uwagę ostatnie dobre dane gospodarcze z USA. Jak zawsze członkowie FOMC podkreślają, że przy przyszłych podwyżkach będą brali pod uwagę skumulowane dotychczasowe podwyżki oraz opóźnienia w transmisji decyzji w polityce pieniężnej na gospodarkę i finanse. Co istotne przewodniczący FED Jerome Powell nie przewiduje obniżek stóp procentowych w tym roku.

Europejski Bank Centralny wydaje się być bardziej stanowczy w swojej retoryce dotyczącej stóp. Choć jest on nieco „spóźniony” względem FED jego kolejne posunięcia mogą zaskoczyć inwestorów sądzących, że cykl podwyżek stóp w strefie euro dobiega końca. Mimo tego, że na ostatnim - lutym posiedzeniu bank podniósł stopy procentowe o 50pb do 3,00% zapowiada ich podniesienie w marcu o kolejne 50pb! W opinii Rady Prezesów ECB utrzymanie ich przez dłuższy czas na „wystarczająco restrykcyjnym poziomie” ma zagwarantować powrót inflacji do 2-procentowego celu.

Lokalnie, Rada Polityki Pieniężnej nadal nie zmienia stóp procentowych NBP (referencyjna 6,75%). Prezes NBP Adam Glapiński twierdzi, że wskaźnik inflacji CPI, który w styczniu wyniósł 17,2% od marca będzie stopniowo spadać, by w grudniu w odczycie rocznym osiągnąć wartość poniżej 7%. Jak wskazują notowania transakcji pochodnych (Forward Rate Agreement) pierwsze obniżki kosztu pieniądza w Polsce nastąpią w czwartym kwartale br. a do końca pierwszego kwartału 2024 roku suma obniżek może wynieść 100bp.

W najbliższym czasie presję na krajowy rynek obligacji skarbowych będzie wywierać polityka monetarna głównych banków centralnych, w szczególności zbliżające się podwyżki stóp oraz retoryka bankierów pokazująca determinację w dążeniu do osiągnięcia celów inflacyjnych. Wsparciem dla krajowego długu będzie poprawiający się bilans nabycia/umorzenia w sektorze funduszy dłużnych (w styczniu ok. +1 mld PLN, w lutym +600 mln PLN) oraz obniżające się oczekiwania co do przebiegu tegorocznej ścieżki inflacji; według najnowszej projekcji NBP inflacja CPI w 2023 roku wyniesie 11,9% (wobec 13,1% oczekiwanych w listopadzie). Podtrzymujemy zdanie, że ewentualne korekty wzrostowe rentowności nie powinny być długotrwałe a inwestorzy, którzy jeszcze nie dokonali zakupów obligacji spadki cen powinni wykorzystać do zwiększania zaangażowania w papiery o dłuższych terminach wykupu.



## Rynek akcji polskich

Od połowy października 2022 roku sentyment wśród inwestorów na GPW znacznie się poprawił, co zaowocowało wzrostem indeksu WIG o ponad 30%. Miesiące silnych, pozytywnych trendów przeplatane są spokojniejszymi tygodniami. Taki właśnie był luty. Indeks WIG w tym czasie stracił 1,8%, przy relatywnie mocniejszych małych i średnich spółkach względem warszawskich Blue Chipów (SWIG +1,05%, MIDWIG +0,22%, WIG20 -2,86%). Polska traciła w lutym względem pozostałych głównych europejskich giełd (DAX +1,6%, CAC +2,6%, FTSE +1,8%) pogłębiając i tak już znaczące dyskonto w wycenie.

W tym okresie do ważnych komunikatów dotyczących spółek należy zaliczyć m.in. niekorzystny dla banków wyrok TSUE, nową strategię PKN Orlen, ogłoszenie wezwania na spółkę Ciech czy zamknięcie opcji przeglądu strategicznego w Huuuge.

Rzecznik Generalny Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej (TSUE) ocenił, że banki nie będą mogły żądać od kredytobiorców opłaty za korzystanie z kapitału w przypadku unieważnienia umowy przez sąd. Z kolei kredytobiorcy mogą domagać się dodatkowych świadczeń. Lokalne sądy będą decydowały, czy mogą to zrobić. W praktyce oznacza to, że banki będą zobowiązane do zawiązywanie dodatkowych rezerw obciążających bieżące wyniki finansowe, które KNF szacuje nawet na PLN100mld. Po ogłoszeniu wyroku inwestorzy rozpoczęli wyprzedawanie akcji banków z największą ekspozycją na kredyty frankowe (millennium, mbank). Bank millennium intraday zanotował dołek na ponad -9%. Ostatecznie jednak dzień ten zakończył jedynie ze stratą na poziomie -3,5%. Jeszcze większy zwrot akcji nastąpił na notowaniach akcji Mbanku. W ciągu dnia kurs akcji zanotował ponad 6% stratę a zamknął dzień z zyskiem na poziomie +1,8%. Indeks WIGBANK spadł w tym dniu jedynie o 0,11%.

W ostatnich dniach lutego zarząd PKN Orlen ogłosił nową strategię. Największym pozytywnym zaskoczeniem dla inwestorów była wartość zadeklarowanej dywidendy. W 2023 r spółka ma wypłacić 5,50 PLN/akcję, co stanowi aż 8,7% stopy dywidendy i nie mniej niż 4,15 – 5,20 PLN/akcję w okresie 2024 – 2030. Oczekiwania rynkowe były znacznie niższe, zakładały 3,5 PLN w latach 2023 – 2025.

W połowie miesiąca główny akcjonariusz Ciechu ogłosił, że zamierza wezwać do sprzedaży do 100% akcji po cenie 49 zł. Stanowiło to zaledwie 3% premii w stosunku do kursu zamknięcia z dnia poprzedniego. Inwestorzy jednak, licząc na potencjalne zwiększenie ceny w wezwaniu, kupowali w tym dniu akcje znacznie powyżej 49 zł. Za zamknięciem sesji kurs akcji wyniósł 51 PLN (+7,2%).

Po ponad pół roku oczekiwań zarząd spółki Huuuge zdecydował się zakończyć, bez żadnego rozstrzygnięcia, przegląd opcji strategicznych. Jednocześnie ogłoszono program skupu akcji o wartości 150 mln USD, co stanowiło na dany moment aż 30% giełdowej kapitalizacji spółki.

Na koniec warto jeszcze wspomnieć o rozczarowujących danych dotyczących polskiej sprzedaży detalicznej, która spadła o 0,3% r/r. Był to pierwszy realny spadek (r/r) od lutego 2021. Konsensus rynkowy zakładał natomiast wzrost o 0,3% r/r. Dane te wpisują się jednak w oczekiwane osłabienie wydatków konsumpcyjnych w związku ze spadkiem siły nabywczej konsumentów z powodu wysokiej inflacji.




## Globalny Rynek Akcji

Luty był miesiącem „otrzeźwienia” lub też „racjonalizacji” oczekiwań rynku wobec dalszej trajektorii wzrostu gospodarczego i stóp procentowych. Przypomnijmy, silny na rynkach akcji początek roku wynikał przede wszystkim ze zmiany nastawienia uczestników rynku do tych kwestii makroekonomicznych. Mocne dane z rynku pracy oraz sprzedaży detalicznej dały sygnał, że być może nie doświadczymy recesji a miękkiego lądowania – czyli tylko spowolnienia gospodarczego, ale bez negatywnego wpływu na rynek pracy. Co więcej, jeszcze w styczniu rynek wyceniał docelową stopę procentową na poziomie ok 4,9% po czym w połowie roku miał nastąpić „pivot”, czyli rozpoczęcie procesu obniżki stóp procentowych aż do poziomu 4,4% na koniec 2023 roku. W międzyczasie dostaliśmy jednak nowy zestaw danych o poziomie inflacji (wyższej niż oczekiwano) oraz jasnych komentarzy przedstawicieli FED, że nie pozwolą oni sobie na przedwczesne obniżki stóp. To doprowadziło do wygaśnięcia wcześniejszego optymizmu na rynku akcji i ostatecznie miesiąc zakończył się drobnymi minusami na większości rynków finansowych. Obecnie dominująca narracja przeszła od „soft landing” i „pivot” do „higher for longer” czyli środowisko stóp procentowych, które utrzymywane będą na docelowym poziomie przez dłuższy czas a pivot jest odłożony w czasie. Już na dzień dzisiejszy rynek spodziewa się docelowej stopy procentowej na poziomie prawie 5,5% z której pierwsza obniżka miałaby pojawić się dopiero pod koniec roku.

KLASA AKTYWÓW	INDEKS	1M ↑	3M	6M	12M	24M	36M
AKCIE	Indeks VIX	6,70%	-4,48%	0,58%	-19,98%	-31,34%	-25,94%
	MSCI World Growth	-1,94%	7,54%	0,93%	1,00%	-13,61%	-8,40%
	MSCI World Small Cap	-2,14%	6,88%	3,07%	5,66%	-7,67%	-8,73%
	MSCI World	-2,53%	4,30%	-0,23%	3,32%	-8,84%	-0,45%
	MSCI World Value	-3,10%	1,31%	-1,34%	5,56%	-4,57%	6,70%
	MSCI Emerging Markets	-6,54%	0,80%	-0,85%	-3,03%	-17,70%	-28,02%
FX I SUROWCE	Bloomberg Dollar Spot Index	2,57%	0,65%	-1,19%	-3,16%	6,28%	10,51%
	EURPLN	-0,09%	0,42%	0,74%	-0,35%	0,09%	4,04%
	Ropa Brent	-0,71%	-2,35%	-1,80%	-13,06%	-16,93%	26,86%
	Bloomberg Commodity Index	-5,05%	-5,89%	-8,53%	-12,73%	-7,33%	24,49%
	Złoto spot	-5,26%	0,16%	3,30%	6,77%	-4,30%	5,36%
DŁUG	Bloomberg Global High Yield Index	-1,89%	2,21%	2,88%	4,74%	-6,21%	-9,87%
	Bloomberg Global Aggregate Index	-3,32%	-0,15%	0,39%	-0,97%	-13,60%	-18,19%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

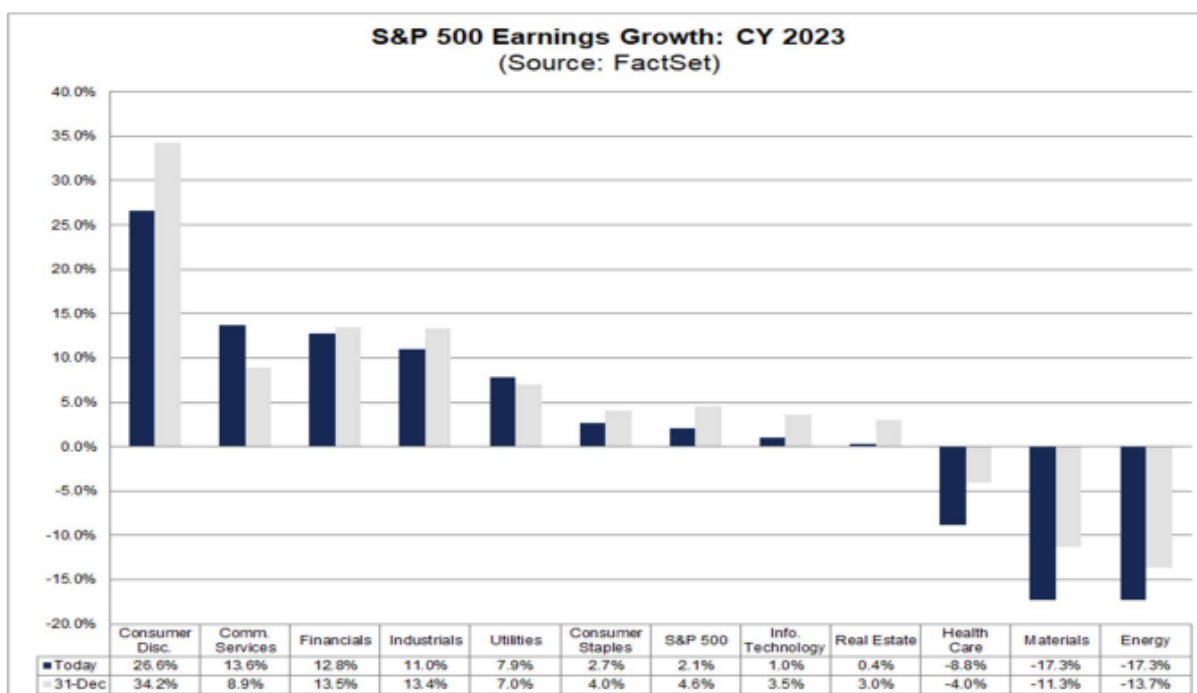
Zaskakującym dla nas jest wpływ tej zmiany narracji na poszczególne koszyki rynku akcji. Na podstawie zeszłorocznych doświadczeń spodziewać się można, że powrót strachu przed inflacją i wyższe stopy procentowe najmocniej uderzą w segment małych i średnich spółek wzrostowych. Tymczasem to właśnie one okazały się najbardziej odporne, MSCI World Growth jak i MSCI World Small Cap straciły w ubiegłym miesiącu po około 2%, w tym samym czasie MSCI World Value oddał ponad 3%. Jest to dla nas ważnym sygnałem tego jak mocno wyprzedany był to segment w ubiegłym roku.

INDEKSY (28.02.2023)	1M 	3M	6M	12M	24M	36M
STOXX 600 Europe	1,74%	4,79%	11,08%	1,77%	13,86%	22,75%
DAX	1,57%	6,72%	19,71%	6,25%	11,45%	29,22%
Nikkei 225	0,43%	-1,87%	-2,30%	3,46%	-5,25%	29,81%
NASDAQ100	-0,49%	0,10%	-1,87%	-15,42%	-6,72%	42,31%
WIG	-1,80%	7,36%	19,95%	-1,57%	5,64%	22,13%
Russell 2000	-1,81%	0,55%	2,87%	-7,38%	-13,81%	28,48%
S&P 500	-2,61%	-2,70%	0,38%	-9,23%	4,17%	34,39%
Dow Jones Industrial Average	-4,19%	-5,59%	3,64%	-3,65%	5,57%	28,52%
MSCI Emerging Markets	-6,54%	-0,85%	-3,03%	-17,70%	-28,02%	-4,13%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Zawirowania z amerykańskimi danymi makro spowodowały wysunięcie się europejskich indeksów na prowadzenie. Europa co prawda jest dopiero przed poważnym procesem podwyżek stóp procentowych, lecz silny impuls ponownego otwierania się chińskiej gospodarki wraz ze spadającymi cenami energii wciąż pozytywnie wpływa na rewizję oczekiwanych zysków europejskich spółek przemysłowych. Stary Kontynent jest niezwykle wrażliwy na ceny energii jako składnika kosztów, jednocześnie Chiny są jednym z największych odbiorców wytwarzanych tutaj dóbr przemysłowych.

Dotychczas zaraportowane wyniki największych amerykańskich i europejskich spółek jasno wskazują na wystąpienie jednego z ostatnich etapów bessy, czyli spowolnienia tempa wzrostu zysków (lub nawet spadek). Jest to bolesny, ale ważny element tego procesu, ponieważ umożliwia inwestorom „zresetowanie” oczekiwań i zbudowanie racjonalnych prognoz na przyszłość. Obecnie oczekiwania wobec wzrostu zysków spółek amerykańskich spadły z +4,6% z początku roku do +2,1% oczekiwane dzisiaj.



Źródło: FactSet Earnings Insight 03.03.2023



## **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.**