



## Rynek długu

Luty przyniósł na światowych rynkach długu presję na spadek cen (wzrost rentowności) obligacji skarbowych. W głównej mierze odpowiedzialne za to były bardzo dobre dane makroekonomiczne, zarówno ze strefy realnej gospodarki, jaki i dane o charakterze sondażowym. W większości liczących się gospodarek na świecie dane ze strefy realnej wskazują na konieczność zacieśniania polityki pieniężnej.

Najważniejszym wydarzeniem ubiegłego miesiąca jest jednak otwarta inwazja Rosji na Ukrainę. Dlatego też próba przewidywania trendów na najbliższe dni i tygodnie obarczona jest ogromną niepewnością. Rozwój konfliktu na Ukrainie pozostaje kluczowy. Wiemy, że Rosja próbuje zdobyć Kijów i prawdopodobnie zainstalować tam kontrolowane przez siebie władze, ale trudno przewidzieć dokładnie dalszy rozwój wypadków. Kraje zachodnie nakładają na Rosję kolejne rundy sankcji, coraz więcej światowych marek zaprzestaje działalności na terenie tego kraju. Konflikt spowodował ukonstytuowanie się szerokiego frontu anty Rosyjskiego na świecie, który politycznie, gospodarczo oraz militarnie wspiera Ukrainę w obronie swojej suwerenności. Efektem trwającego konfliktu jest ucieczka kapitału do aktywów uznawanych jako mniej ryzykowne (waluty oraz obligacje państw rozwiniętych). Najbardziej cierpią na tym aktywa zainwestowane w państwach objętych konfliktem, a także aktywa zainwestowane w państwach uznawanych za emerging market. Proces ten będzie kontynuowany do czasu, gdy wspomniany konflikt nie zostanie w jakiś sposób złagodzony.

W obliczu zaistniałej sytuacji, mimo wyjątkowo atrakcyjnie wycenianych aktywów dłużnych znajdujących się na portfelach subfunduszy, ciężko nam jednoznacznie określić jak w najbliższym czasie zachowają się rynki. Rynki obecnie charakteryzują się wysoką zmiennością i taka sytuacja będzie się w najbliższych dniach niewątpliwie utrzymywała.



## Rynek akcji polskich

Jeszcze do niedawna wydawało się, że największym nieszczęściem ostatnich lat jest dla świata epidemia Covid. Niestety w lutym tego roku stało się coś znacznie gorszego, Rosja napadła na suwerenną Ukrainę i rozpoczęła tam barbarzyńską wojnę.

Do czasu inwazji Rosji na Ukrainę rynek akcji w Polsce jak i główne rynki zachodnie poruszały się w trendzie bocznym. Wydawało się, że dla wielu krajów w tym Polski, największym zmartwieniem będzie inflacja. Po rozpoczęciu wojny można powiedzieć, że pewnie nie wszystko, ale wiele rzeczy się zmieniło, a wiele jeszcze się zmieni, tylko o tym jeszcze teraz nie wiemy. To, że jakkolwiek wojna jest nieszczęściem samym w sobie i że nie ma na niej wygranych wie chyba każdy. Oprócz tego, że giną ludzie ma też duże negatywne implikacje dla życia gospodarczego. Nałożone na niespotykaną dotychczas skalę sankcje gospodarcze oraz polityczne na Rosję będą miały również negatywny wpływ przede wszystkim na europejską, ale też w mniejszym stopniu na światową gospodarkę, która zdawało się, że powoli zaczyna się odbudowywać po epidemii Covid. Zatrzymanie dużej części wymiany handlowej z Rosją w pierwszej kolejności doprowadziło do znacznych wzrostów cen surowców energetycznych, takich jak ropa, czy gaz, których dużym importerem z Rosji była i jest w dużej mierze Europa. Dodatkowe osłabienie walut krajów wschodniej Europy, w tym złotego do EUR czy USD znacząco już za chwilę będzie wpływać na inflację, co bardzo utrudni jej zwalczanie bankom centralnym. Obstawiane jeszcze niedawno przez rynki ścieżki podwyżek stóp procentowych w obecnej sytuacji mogą być już mocno nieaktualne, bo z jednej strony mamy olbrzymią presję ze strony surowców oraz waluty na inflację, a z drugiej z powodu wojny i związanej z nią niepewności ryzyko istotnego spowolnienia gospodarczego. W tej sytuacji banki centralne będą musiały wybrać jakiś złoty środek, czy mocniej obstawić walkę z inflacją, czy wspomóc w jakimś zakresie gospodarkę. Te decyzje mają niebagatelny wpływ na sektor bankowy, który z jednej strony, poprzez wynik odsetkowy (wzrost

stóp), powinien znacząco rok do roku poprawić w 2022 wynik, ale z drugiej dzisiaj nikt odpowiedzialnie nie jest w stanie powiedzieć jak zachowają się wolumeny kredytów czy pożyczek, a także jak będą za 2-3, a może 4 kwartały wyglądały koszty ryzyka.

Sankcje na Rosję spowodowały też znaczne przyspieszenie prac w Europie nad dywersyfikacją dostaw surowców, ale również zmianą źródeł wytwarzania energii. Wydaje się prawie pewne, że nastąpi znaczne przyspieszenie przejścia na „zieloną” energię, czego beneficjentami będą np. spółki wytwarzające np. turbiny wiatrowe. W krótkim, a może również średnim okresie skorzystają też spółki tzw. „węglowe”, bowiem przy zmniejszonym imporcie gazu, czy węgla z Rosji trzeba będzie z czegoś wytwarzać energię.

Należy dzisiaj podkreślić dwie rzeczy. Z jednej strony wyceny wielu spółek są bardzo niskie i wydają się „okazją”, ale z drugiej strony sytuacja jest bardzo dynamiczna i nieprzewidywalna, co sprowadza się do tego, że prognozowanie ich wyników może być obciążone dość dużym błędem. Efekty wojny odczuje każdy, chociażby poprzez inflację, a najpewniej też przez spowolnienie gospodarcze, np. z powodu mniejszych wydatków konsumenckich, co już widać w popycie na nowe mieszkania. W związku z tak dużą liczbą niewiadomych, na funduszach absolutnej stopy zwrotu znacznie została zmniejszona alokacja w akcje, pomimo tego, że ceny wielu papierów wydają się być dość niskie. Ciężko w tej chwili odpowiedzialnie powiedzieć ile taki stan rzeczy potrwa.



## Globalny Rynek Akcji

W lutym wciąż obserwowaliśmy wysoką zmienność na rynkach akcji, przy czym w pierwszej części miesiąca napędzały ją wyniki spółek za IV kw., a w drugiej połowie obawy o wybuch konfliktu zbrojnego na Ukrainie i niestety finalnie materializacja tego scenariusza. Trudno szukać analogii historycznych i na tej podstawie wyciągać jakieś wnioski dla rynków, gdyż konflikt zbrojny o takim rozmiarze w tej części świata to sytuacja bez precedensu od czasu II wojny światowej. Nie ulega wątpliwości, że rynki akcji obawiały się tego scenariusza, aczkolwiek kumulacja niepewności nastąpiła w momencie „oficjalnego” ogłoszenia terminu inwazji przez amerykańskie władze. Spadki na rynkach trwały niemal nieprzerwanie do momentu rozpoczęcia inwazji na Ukrainę i od tego momentu sytuacja paradoksalnie zaczęła się stabilizować na parkietach za oceanem. W Polsce i na rynkach europejskich, wyprzedaż mocno przyspieszyła, gdyż właśnie to europejskie gospodarki są najbardziej eksponowane na skutki konfliktu Rosji z Ukrainą, a przede wszystkim sankcjami nakładanymi na agresora (MSCI Europe i MSCI Emerging Markets spadki o 3-4% od momentu inwazji). Na globalnych rynkach akcji inwestorzy uciekali w akcje spółek wydobywczych i surowcowych, których wyniki mają bezpośrednie przełożenie na gwałtowny wzrost cen surowców i paliw wskutek dotkliwych sankcji nałożonych na Rosję. Na krajowym rynku indeks WIG zanurkował o ponad 9%, a relatywnie lepiej zachowały się małe spółki (sWIG80 -6,33%).

SUBINDEKSY MSCI WORLD (USD, 28.02.2022)	YTD	1M	3M	6M	12M	36M
MSCI World Energy	20,46%	4,47%	24,89%	36,15%	37,73%	2,14%
MSCI World Financials	-2,31%	-2,80%	1,77%	-0,65%	13,16%	27,61%
MSCI World Materials	-3,00%	1,60%	3,88%	-2,13%	7,30%	38,98%
MSCI World Consumer Staples	-3,94%	-0,87%	3,97%	0,44%	14,26%	25,86%
MSCI World Utilities	-4,04%	-0,80%	3,68%	-1,41%	10,67%	16,68%
MSCI World	-7,85%	-2,65%	-3,99%	-5,20%	9,21%	42,77%
MSCI World Health Care	-7,98%	-0,57%	-1,28%	-6,21%	10,92%	38,28%
MSCI World Industrials	-8,48%	-1,81%	-3,56%	-7,99%	3,84%	27,36%
MSCI World Real Estate	-10,50%	-3,67%	-3,75%	-7,17%	11,35%	12,76%
MSCI World Communication Services	-11,24%	-5,41%	-9,56%	-18,00%	-3,95%	40,52%
MSCI World Consumer Discretionary	-12,51%	-4,43%	-12,11%	-7,65%	2,38%	56,95%
MSCI World Information Technology	-12,85%	-4,76%	-10,62%	-7,11%	11,90%	104,77%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Niezwykle trudno jest prognozować dalszy rozwój sytuacji na Ukrainie, zwłaszcza że niewielu komentatorów i analityków przewidziało taki rozwój wypadków, lecz wydaje się, że nie ma scenariusza na szybkie zażegnanie tego kryzysu. Tym samym, rynki finansowe do momentu osiągnięcia przesilenia będą pozostawały pod ostrzałem informacji zza wschodniej granicy i będzie utrzymywał się wysoki poziom niepewności oraz zmienności. To nie jest oczywiście sytuacja, która sprzyja trwałym wzrostom i lepsza sentyment do aktywów ryzykownych. Niemniej, warto mieć na uwadze, że indeksy od połowy listopada przebyły już

długą drogę od szczytów i kolejne impulsy do wyprzedawania akcji mogą w naszej ocenie zapewnić tylko scenariusze dalszej eskalacji lub dalszego rozlania się tego dramatycznego konfliktu. Natomiast od strony ekonomicznej skala sankcji nałożonych na Rosję oraz możliwych retorsji niewątpliwie wzmacnia czynniki inflacyjenne w gospodarce światowej oraz może spowodować dalsze zatory w części łańcuchów dostaw wskutek chociażby przerwania szlaków transportowych. W związku z tym, musimy liczyć się z obniżeniem prognoz wzrostu gospodarczego na świecie, zwłaszcza w Europie, podczas gdy gospodarka amerykańska wydaje się relatywnie izolowana na ten szok, aczkolwiek ekonomicznie ucierpią bezpośrednio lub pośrednio wszyscy przy czym w świecie inwestycji trwa wielkie liczenie skali wpływu inwazji na Ukrainę na poszczególne kraje, sektory i spółki. Bezpośrednim skutkiem inwazji na Ukrainę jest ponowny spadek rentowności niemieckich 10-latek poniżej zera, spadły też rentowności długu amerykańskiego, co z jednej strony jest klasycznym *risk-off*, a z drugiej zmianą pozycjonowania inwestorów względem polityki Fed i, zwłaszcza, EBC. W Europie podwyżka stóp w tym roku nagle stała się scenariuszem niepewnym. To oczywiście uderza w akcje banków (indeks MSCI Europe Financials spadł -8,2% w lutym) i większość koszyka *value*, a premiuje koszyk spółek wzrostowych, przy czym nie można zapominać o selekcji na tym obszarze, co bardzo mocno wypukliły wyniki spółek za IV kw., lecz przebiegał on zdecydowanie w cieniu eskalacji ryzyka geopolitycznego. Tym samym nieoczekiwanym skutkiem inwazji na Ukrainę może być gwałtowne odwracanie kierunku przepływów na dwóch osiach: akcje USA-akcje europejskie oraz *growth-value*. Od roku obserwowaliśmy intensywną rotację inwestorów do koszyka *value* (*trade* reflacyjny, otwarcie gospodarek) oraz do akcji europejskich. Wstępnie zakładamy, że inwazja Rosji na Ukrainę „wywraca stolik”, gdyż inwestorzy będą szukać relatywnie bezpiecznych aktywów (amerykański dług, amerykańskie akcje oraz metale szlachetne) w relacji do aktywów europejskich oraz *emerging markets*. Obserwując spadek realnej stopy procentowej w USA wskutek ataku na Ukrainę, raportowane wyniki za IV kw., *guidance* na 2022 r. oraz poziomy wycen to można dojść do wniosku, że akcje spółek technologicznych w USA mają dużo do nadrobienia, ale trzeba mieć na uwadze, że nad globalnym rynkiem akcji będzie ciążyło ryzyko geopolityczne i inwestorzy nawet widząc liczby będą mieli ograniczoną ochotę do zakupów. W związku z tym, w najbliższych tygodniach zakładamy nadal lepsze zachowanie spółek paliwowych oraz surowcowych, ponadto oczekujemy poprawy zachowania amerykańskich spółek wzrostowych oraz defensywnych spółek ochrony zdrowia.

Podsumowując, mamy przed sobą kolejne trudne tygodnie, które będą obfitować w zmienność i zwroty akcji, natomiast niewątpliwie inwazja na Ukrainę jest *game changerem*, który całkowicie zmienia układ geopolityczny na wiele lat do przodu. Rosja dokonując zbrojnej agresji na sąsiednie państwo odbudowała „żelazną kurtynę” dosłownie w ciągu kilku dni, co spowoduje istotny wzrost wydatków na obronność w Europie, co zresztą wiele krajów już zapowiedziało. Ponadto, w Europie pojawi się znaczna ilość uchodźców z Ukrainy, co krajowe rynki pracy będą starały się zaabsorbować. Implikacji tych dramatycznych wydarzeń jest bardzo wiele, ale chcemy uwypuklić jeden długoterminowy pozytyw. Mianowicie, Rosja prawdopodobnie znacząco przyspieszyła transformację energetyczną, mimo tymczasowego „przepraszania się” z węglem, gdyż niezależnienie się od dostaw ropy i gazu ziemnego z Rosji jest niezbędne z punktu widzenia europejskiego systemu bezpieczeństwa. Aczkolwiek jest to też proces rozłożony na lata i nie da się go przeprowadzić w krótkim okresie, niemniej z pewnością będą zyskiwać spółki, które w obszarze *clean tech* mają sprawdzone technologie i przewagi konkurencyjne. W związku z tym, inwazja na Ukrainę w naszej ocenie jeszcze bardziej uwypukla element selekcyjny na rynkach akcji.



## Rynek Złota i Metali Szlachetnych

Ostatni tydzień lutego bez wątplenia przejdzie do historii. Informacja o wojnie szybko obiegła świat i uderzyła w pierwszej kolejności w rynki europejskie, WIG20 w tym dniu zamknął się z stratą ponad 10%. W tym samym dniu cena jednej uncji trojańskiej złota wyrażonej w dolarze amerykańskim w trakcie sesji osiągnęła swój szczyt w okolicach 1974 USD, co było najwyższym odczytem od września 2020 roku. Inwestorzy nie musieli długo czekać na reakcję państw Zachodu. W przeciwieństwie do wydarzeń z 2014 roku podczas aneksji Krymu przez Rosję, wyciągnięte zostały wnioski i natychmiastowo uruchomione zostały pakiety szerokich sankcji gospodarczych w stosunku do agresora. Sytuacja jest dynamiczna i faktyczny efekt sankcji oraz dalszej eskalacji konfliktu utrudnia oszacowanie realnego wpływu na rynki, w tym także ceny metali szlachetnych. Analitycy banku

inwestycyjnego JP Morgan, szacują że PKB Rosji w drugim kwartale 2022 roku może spaść o 20% kw/kw. Warto także zwrócić uwagę, że Rosja jest drugim największym producentem złota na świecie oraz największym producentem palladu odpowiadającym za 40% całkowitej produkcji tego metalu, co niewątpliwie będzie miało wpływ na wycenę.

O ile sesja w dniu rozpoczęcia wojny Ukrainy z Rosją zakończyła się z ujemnym wynikiem, o tyle w kolejnych dwóch sesjach do końca miesiąca wyszła na plus, utrzymując cenę 1908.82 USD (wzrost o 1.88%). W tym czasie indeksy rynków europejskich w ostatnich trzech dniach odnotowały średni spadek o -4%. Dodatkowo skala działań odwetowych w postaci sankcji gospodarczych nałożonych na Rosję, będzie oddziaływała przez wiele miesięcy. Nie należy oczekiwać, że napięcie na linii zachód-Rosja zniknie w najbliższym czasie, dlatego inwestycje w metale szlachetne w dłuższym okresie mogą okazać się dobrym zabezpieczeniem portfela inwestora na wypadek nagłych i nieprzewidywalnych wydarzeń.

W lutym komisja Systemu Rezerwy Federalnej zwołała na 14 lutego nadzwyczajne posiedzenie. Wydarzenie wywołało wiele spekulacji odnośnie przyspieszenia podwyżek przez FED. Finalnie po zakończeniu obrad, komisja nie zdecydowała o zmianach dotyczących polityki monetarnej. W efekcie wydarzenie to wpłynęło na prognozę marcowej podwyżki stóp procentowych, obniżając ją z 0.5% do 0.25%. Oczekiwania odnośnie podwyżki okazały się zgodne z polityką komisji, bo już na początku marca, prezes FED zasygnalizował rozpoczęcie podwyżek stopy referencyjnej wraz z posiedzeniem które ma mieć miejsce 16 marca. Jeżeli zapowiedź okaże się prawdziwa, będzie to pierwsza podwyżka od 2018 roku. Warto zwrócić uwagę, że na tle historycznym pierwsze podwyżki stóp procentowych nie skutkowały odwróceniem trendu na rynkach metali szlachetnych. Stabilizacja inflacji do celu FED, w otoczeniu ostatnich wydarzeń w środkowo-wschodniej Europie została utrudniona. Wyjście z ujemnych realnych rentowności z obligacji USA może ulec wydłużeniu.

W najbliższych tygodniach rynki finansowe będą w dalszym ciągu podatne na informacje dotyczące konfliktu Ukrainy z Rosją oraz sankcji gospodarczych, których skala z dnia na dzień jest coraz większa. Ponadto inflacja cen surowców energetycznych oraz metali przemysłowych, będzie wywierać większą presję na banki centralne, które od roku mierzą się z podwyższaną inflacją po pandemii COVID. W ocenie zarządzających środowisko ujemnych realnych stóp procentowych, ryzyko wstrzymania podaży surowców z Rosji oraz rosnące ryzyko geopolityczne w rejonie CEE, wspierają ceny metali szlachetnych oraz stanowią atrakcyjny element dywersyfikacji portfela inwestycyjnego.



## 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 Dokumentcie. Dane zawarte w Dokumentcie 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, publicznie dostępnym na stronie [ipopematfi.pl](http://ipopematfi.pl), w siedzibie Towarzystwa oraz w treści kluczowych informacji dla inwestorów, dostępnych w miejscach zbywania i odkupywania jednostek uczestnictwa Funduszu.*

*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.**