



Rynek długu

Kwiecień był kolejnym miesiącem przeszacowania w górę skali globalnego jak i lokalnego cyklu zacieśniania polityki monetarnej. Wraz ze wzrostem rentowności, ponownie istotnie traciły wyceny polskich obligacji skarbowych, a ich indeks: TBSP Poland, zanotował już dziewiąty z rzędu spadek, tym razem o dotkliwej wartości - 3,9% (od początku roku -8,6%). Inwazja zbrojna Rosji na Ukrainie z jednej strony podwyższyła trwale premię za ryzyko na aktywa w regionie CEE oraz wpłynęła na przeszacowanie średnioterminowych prognoz aktywności gospodarczej oraz inflacji. A ta ostatnia wyraźnie zaskoczyła w kwietniu w górę, notując dynamikę rzędu 12,3% r/r (oczekiwano 11,4% r/r), co w skali miesiąc do miesiąca przełożyło się na wzrost rzędu 2%. Z mocniejszym od oczekiwań odczytem mieliśmy również do czynienia w przypadku inflacji producentów - PPI, osiągającej dynamikę na poziomie 20% r/r (oczekiwano 18,1%) i 4,9% m/m. Wraz ze wzrostem płac na poziomie 12,4% r/r w marcu, spirala płacowo cenowa powoli staje się w rodzimej gospodarce faktem. Dane o dynamikach produkcji przemysłowej oraz realnej sprzedaży detalicznej także zaskoczyły po mocniejszej stronie, odpowiednio 17,3% r/r (oczekiwano 11,6% r/r) oraz 9,6% r/r (oczekiwano 8,8% r/r). W marcu RPP zdecydowała o podniesieniu stóp procentowych o 100 p.b. do poziomu 4,5%, co przebiło oczekiwania ekonomistów o 50 p.b. Na koniec kwietnia kontrakty FRA na stopę procentową wyceniły zakończenie cyklu podwyżek stóp na poziomie około 7,5%. W całym miesiącu rentowność 10-letniej obligacji skarbowej wzrosła z 5,19%, do 6,35%, 5-latki z 5,58% do 6,83%, a rentowność dwulatki z 5,49% do 6,57%. Na głównych rynkach długu rentowności niemieckich 10-letnich obligacji wzrosły z 0,55% do 0,94%, a amerykańskich z 2,33% do 2,90%.



Rynek akcji polskich

Marcowe odbicie na polskiej giełdzie okazało się krótkotrwałe. Skuteczna obrona Ukrainy, w pierwszych tygodniach od rosyjskiej agresji, rodziła nadzieję na rychłe zakończenie konfliktu. Jednak pojawiające się obrazki okrucieństw z okupowanych obszarów i rozpoczęcie w trzeciej dekadzie kwietnia kolejnej ofensywy skupionej we wschodniej części Ukrainy, skutecznie tę nadzieję rozwiły. W efekcie polska giełda była jedną ze słabszych w minionym miesiącu, który zakończyła spadkiem o 11%, negatywnie wyróżniając się na tle europejskim (Stoxx Europe -2,2%) i pozostałych krajów rozwijających się (MSCI EM -5,8%).

Oprócz czynników zewnętrznych, polskiej giełdzie, a szczególnie jej największym spółkom (WIG20 w kwietniu spadł o 12,9%), ciążyły także obawy polskiego konsumenta (w sytuacji kolejnych rekordowych odczytów inflacji) i trwałość wzrostu gospodarczego w kraju. Oliwy do ognia dolali politycy (zarówno przedstawiciele opozycji, jak i partii rządzącej), domagając się od premiera ingerencji w sektorze bankowym, zmiany rynkowych reguł gry i większego wsparcia kredytobiorców, którzy zaczynają doświadczać negatywnych skutków jastrzębiej polityki NBP. Chociaż skala ogłoszonego programu wsparcia kredytobiorców może na pierwszy rzut oka wydawać się istotna (ok. 5mld szacowanych kosztów dla sektora), to w naszej opinii stanowi to raczej przyspieszenie wystąpienia niektórych kosztów (składka na BFG, nowy fundusz pomocowy) i nie przekracza 3% łącznej kapitalizacji sektora. Reakcja rynku (WIG Banki spadł w kwietniu o ponad 15%) sugeruje jednak, że pojawiły się obawy o ewentualne kolejne programy, które mogą mieć bardziej wymierny wpływ na rentowność sektora. Największe spadki w minionym miesiącu dotknęły jednak kursy (gasnących) gwiazd rynku z roku 2020, czyli Allegro i CD Projekt (obie spółki zakończyły kwiecień z kapitalizacją ponad 30% mniejszą), w odpowiedzi na rozczarowujące wyniki i konferencje dla inwestorów.

Odrobinę lepiej zachowywały się kursy akcji średnich (MWIG40 -8,5%) i mniejszych spółek (SWIG80 -5,9%), prawdopodobnie z uwagi na niższą aktywność inwestorów zagranicznych w tej części rynku, ale też bardzo dobre wyniki w spółkach przemysłowych (Grupa Kęty, Alumetel, Grupa Azoty), czy finansowych (XTB, Kruk).

Po kwietniowej przecenie wskaźnik C/Z dla WIG-u wrócił do jednocyfrowych poziomów i to mimo oczekiwanej poprawy zysków w 2022r., przekraczającej 15% w odniesieniu do roku poprzedniego, która to dynamika wyróżnia się na tle rynków zagranicznych. Wydaje się, że w kolejnych okresach nad polską giełdą wciąż może ciążyć obawa związana z konfliktem zbrojnym za wschodnią granicą kraju, a także nerwowe ruchy polityczne, w odpowiedzi na wysoką inflację i rosnące stopy procentowe. Tym ważniejsza w nadchodzącym okresie powinna być selekcja spółek do portfela, widzimy bowiem nierównomierne rozłożenie się poszczególnych czynników ryzyka pomiędzy sektorami. Równie duże różnice występują na poziomie perspektyw poprawy zysków, w bieżącym otoczeniu gospodarczym, w zależności od produktu, jego pochodzenia, przewag kosztowych i przede wszystkim rynku na którym poszczególne spółki operują.



Globalny Rynek Akcji

Kwiecień 2022 r. przejdzie do historii rynków finansowych jako jeden z najstabszych miesięcy, patrząc po większości klas aktywów. Na rynku długu obrazowanym indeksem Bloomberg Global Aggregate odnotowano dziewiąty z rzędu miesiąc spadków (-11,3% od początku roku), co było kontynuacją fatalnej kondycji i bessy na tym rynku. Amerykańska krzywa rentowności ponownie na początku kwietnia dokonała odwrócenia po czym wróciła do dodatniego położenia (spread 10Y-2Y równy 21 bp na koniec kwietnia). Obecnie rynki finansowe wyceniają majową podwyżkę stóp przez Fed na 75 pb, co zasignalizował sam przewodniczący FOMC, Jerome Powell. Na rynku akcji wystąpiła potężna przecena w zasadzie we wszystkich segmentach rynku, przy czym relatywnie stabilniej nadal radziły sobie spółki wzrostowe i wskutek NASDAQ100 zniżył o ponad 13%. Jest to najgorszy wynik od pamiętnego października 2008 r., gdy indeks ten odnotował spadek o ponad 16% wskutek wybuchu paniki po bankructwie Lehman Brothers. Ostatniego dnia miesiąca indeks ten spadł o niemal 4,5% w ślad za walorami Amazona, które zanurkowały o ok.14% po raporcie wynikowym za I kw i jest to druga w kolejności największa utrata wartości odnotowana przez pojedynczą spółkę w historii (po lutowym załamaniu kursu Meta Platforms). Pewnym zaskoczeniem jest z kolei zachowanie amerykańskich małych spółek, obrazowanych indeksem Russell 2000, który w minionym miesiącu spadł o wyraźnie mniej, niespełna 10%. Biorąc pod uwagę, że ten segment w drugiej połowie 2021 r. w ograniczony sposób brał udział w hossie, więc być może jest to sygnał, iż w małych spółkach rynek już wycenił pogorszenie wyników? W kwietniu wzrosty odnotowano w dwóch kategoriach, tj. surowcach przemysłowych oraz dolarze amerykańskim. Amerykański dolar jest niewątpliwie wielkim wygranym tego roku, gdyż w samym kwietniu indeks USD wzrósł o 4,46% i jest to wynik najlepszy od stycznia 2015 r.

KLASA AKTYWÓW	INDEKS	YTD	↑ 1M	3M	6M	12M	36M
AKCIE	Indeks VIX	93,96%	62,45%	10,78%	105,41%	79,47%	154,57%
	MSCI World Value	-6,34%	-5,15%	-3,30%	-4,26%	-0,35%	13,60%
	MSCI Emerging Markets	-12,65%	-5,75%	-8,12%	-14,91%	-20,14%	-0,28%
	MSCI World Small Cap	-14,23%	-7,94%	-7,31%	-15,54%	-13,37%	19,41%
	MSCI World	-13,49%	-8,43%	-6,12%	-11,94%	-4,87%	28,32%
	MSCI World Growth	-20,62%	-11,99%	-9,22%	-19,61%	-10,05%	40,90%
FX SUROWCE	Bloomberg Dollar Spot Index	6,09%	4,46%	5,46%	7,28%	9,87%	3,78%
	Bloomberg Commodity Index	30,57%	4,08%	13,03%	25,28%	43,29%	60,70%
	Ropa Brent	40,58%	1,33%	8,27%	29,58%	62,59%	50,19%
	EURPLN	2,13%	0,77%	-0,34%	1,60%	2,79%	9,28%
	Złoto spot	3,70%	-2,09%	-0,63%	6,37%	7,22%	47,79%
DŁUG	Bloomberg Global High Yield Index	-10,02%	-4,59%	-5,41%	-10,17%	-9,97%	2,10%
	Bloomberg Global Aggregate Index	-11,30%	-5,48%	-8,36%	-11,69%	-12,63%	-3,23%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Na kwietniowe tąpnięcie na rynkach złożyło się kilka czynników jednocześnie. Oprócz dyskontowanych już od dłuższego czasu czynników takich jak podwyżki stóp w USA, wysokie dynamiki inflacji, czy słabnące wskaźniki zaufania konsumentów, do zestawu czynników ryzyka obok kontynuacji wojny w Ukrainie dołączyły nowe ogniska COVID-19 w Chinach oraz wprowadzone masowe lockdowny w niektórych regionach, zwłaszcza w Szanghaju i Shenzen, które są kluczowe w globalnej sieci szlaków transportowych. To w bezpośredni sposób podsycało obawy, że wysoka inflacja zostanie z nami na dłużej i podwyżki stóp, nawet w przyspieszonym tempie, niewiele tu pomogą, a przyszła dezinflacja będzie wynikać z cofnięcia popytu i recesji w globalnej gospodarce. Niestety jest to problem, z którym inwestorzy na globalnym rynku akcji mierzą się od już od kilku miesięcy, a przewaga negatywnych informacji i scenariuszy, niezmiennie podsyca pesymizm na rynku, który wśród inwestorów indywidualnych w USA osiągnął ekstremalny poziom. Różnica między odsetkiem „niedźwiedzi” a „byków” wg. American Association of Individual Investors osiągnęła w kwietniu najniższy poziom w historii tego badania (od 1987 r.). Koniec miesiąca przyniósł pierwszy odczyt dynamiki PKB w I kw. br. w USA, który to wywołał konsternację, gdyż dynamika okazała się ujemna (-1,4%), co tłumaczy się głównie wysoką ujemną kontrybucją zapasów i, zwłaszcza, eksportu netto. Niemniej, na pewno nie polepszyło to fatalnych nastrojów na rynkach, gdy w tle mamy też rosnące obawy o dynamikę wzrostu PKB w Państwie Środka.

Tymczasem w kwietniu zdążyliśmy już poznać wyniki ponad 50% spółek z indeksu S&P 500 i patrząc na zaraportowane liczby można odnieść wrażenie, że pesymizm inwestorów jest zdecydowanie nadmierny. Znacznie większa uwaga jednak jest przywiązywana do prognoz na kolejne kwartały i komentarzy zarządów odnośnie przyszłej sytuacji. Tutaj w części komentarzy spółek widać ostrożność oraz słychać wyraźne obawy o kondycję wzrostu w II kw. i kolejnych, co automatycznie rzutowało na sentyment rynkowy i spadki poszczególnych walorów. Paradoksalnie, w większości spółek wzrostowych, które są po bardzo głębokiej przecenie z poprzednich miesięcy, widzimy wciąż silne momentum wynikowe oraz dość czytelne czynniki wzrostu, natomiast duże problemy pojawiły się w spółkach cięższego kalibru, gdzie przede wszystkim pojawiła się zauważalna presja płacowa, co w niektórych przypadkach skutkowało obniżeniem całorocznych prognoz wyników. Nas zaskakuje, że po roku silnego wzrostu inflacji w USA, odbicia płac oraz gwałtownego spadku stopy bezrobocia inwestorzy poczuli się zaskoczeni presją płacową w spółkach, gdzie koszty płac (szeroko rozumiane) stanowią ok. 50% przychodów. Skalę zaskoczenia inwestorów dobrze obrazują walory HCA Healthcare, dużego operatora usług medycznych, których kurs wskutek zapowiedzi wzrostu kosztów został „nagrodzony” największą jednosesyjną przeceną w historii notowań akcji tej spółki (-22%). Smaczku dodaje fakt, iż akcje te były hołubione przez inwestorów w trakcie ostatnich, krwawych, kilku miesięcy i 2 dni przed wynikami znajdowały się na historycznym szczycie notowań. To pokazuje, że rynek niekoniecznie prawidłowo wycenia presję na marże w spółkach o bardziej tradycyjnym modelu biznesowym, co może się odbijać czkawką w kolejnych miesiącach i sprzyjać łaskawszemu spojrzeniu w kierunku spółek wzrostowych, gdzie taka presja pojawia się co najwyżej w pojedynczych przypadkach.

INDEKSY (29.04.2022)	YTD	1M	3M	6M	12M	36M
STOXX 600 Europe	-7,67%	-1,20%	-0,60%	-5,28%	2,97%	15,09%
DAX	-11,25%	-2,20%	-2,51%	-10,14%	-6,86%	14,21%
Nikkei 225	-6,75%	-3,50%	1,21%	-7,08%	-6,82%	20,62%
Dow Jones Industrial Average	-9,25%	-4,91%	-2,70%	-7,94%	-2,65%	24,01%
MSCI Emerging Markets	-12,65%	-5,75%	-8,12%	-14,91%	-20,14%	-0,28%

S&P 500	-13,31%	-8,80%	-5,53%	-10,28%	-1,18%	40,26%
Russell 2000	-16,98%	-9,95%	-8,98%	-18,85%	-17,75%	17,15%
WIG	-16,65%	-11,01%	-5,54%	-21,51%	-5,02%	-3,97%
NASDAQ100	-21,23%	-13,37%	-9,71%	-18,90%	-7,26%	65,20%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Podsumowując, za nami niezwykle trudny i bolesny miesiąc, gdyż trudno było uchronić się przed gwałtownymi spadkami na większości rynków. Na rynku akcji relatywnie dotąd bezpieczne large capy zaliczyły słaby miesiąc, a cały rynek pogrążył się dość chaotycznych spadkach. W takich momentach zawsze trudno o optymizm, lecz nie można zapominać, że każde duże odbicie musi być poprzedzone silnym spadkiem i nawet największe pokłady pesymizmu z czasem się wyczerpują. W krótkim i średnim terminie nie można oczekiwać, że w gospodarce światowej nagle wyhamuje inflacja, lecz gospodarka to zawsze jest system naczyń połączonych. Przykładowo, w USA niski poziom zaufania konsumentów będzie negatywnie wpływał na popyt i dynamikę wzrostu, co wespół z mocnym USD będzie działać deflacyjnie, czego efekty powinniśmy wraz z efektami bazowymi widzieć w dynamikach inflacji w II połowie roku. To z kolei będzie wstępnym argumentem dla Fedu, aby myśleć o przestawieniu optyki działań na wzrost gospodarczy. Trudno powiedzieć, ile zajmie „odkręcanie” nakręconej spirali pesymizmu jaka wystąpiła w kwietniu oraz w całym I kw. br., włączając w to nadal nieprzewidywalne skutki wojny Rosji z Ukrainą. Zakładamy, że rynki jak zwykle będą to dyskontować z odpowiednim wyprzedzeniem, a paradoksalnie, powszechne pesymistyczne oczekiwania i prognozy inwestorów mogą być zwiastunem ograniczenia spadkowego potencjału.



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, 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.