



## Rynek długu

W czerwcu na polskim rynku długu doświadczyliśmy jednego z historycznie najwyższych poziomów zmienności rentowności. Skala wzrostów w kulminacyjnym momencie wynosiła dla benchmarku 2. letniego i 10. letniego odpowiednio 1,80% oraz 1,45%. Na przestrzeni całego miesiąca indeks TBSP Poland stracił 0,97%, a krzywa dochodowości uległa bardzo gwałtownemu odwróceniu do poziomu minus 100 p.b. z plus 40 p.b. notowanych w połowie maja. Krajowa przecena odzwierciedlała nastroje na globalnym rynku długu, gdzie zarówno amerykański FED, jak i ECB ponownie zaostrożyły ton odnośnie do oczekiwanej ścieżki wzrostu stóp procentowych. Dodatkowo lipcowa projekcja ECB pokazała istotnie wyższą od marcowej projekcję inflacji, co dodatkowo wzmocniło jastrzębi przekaz. W Polsce RPP podwyższyła stopy zgodnie z oczekiwaniami o 0,75%, ustalając stopę referencyjną na poziomie 6%. Na konferencji po posiedzeniu prezes Adam Glapiński zasugerował zbliżający się koniec cyklu podwyżek stóp oraz możliwe ich obniżki pod koniec 2023 roku. W obliczu globalnej presji inflacyjnej oraz stale podwyższonych poziomów cen głównych surowców rynek odczytał powyższe sugestie jako przedwczesne i zareagował silną wyprzedzą na środku i długim końcu krzywej dochodowości. W efekcie w czerwcu rynek stopy procentowej wyceniał docelowy poziom stopy referencyjnej w przeciągu 12 miesięcy na poziomie nawet 8,5%. Ostatni tydzień czerwca to silny spadek rentowności na głównych rynkach obligacji w obawie o nasilające się obawy recesyjne, szczególnie w Europie. Rozpędzająca się przecena surowców, wraz ze zniżującym sentymentem konsumentów oraz danymi z sektora przemysłowego zepchnęły rentowności z lokalnych szczytów. W Polsce dane z gospodarki realnej zaskoczyły poniżej konsensusów, natomiast dane inflacyjne przestały zaskakiwać w górę (CPI: 15,6% r/r, PPI 24,7% r/r). Na szczególną uwagę zasługują natomiast wyraźnie niższy od oczekiwań ekonomistów wzrost płac na poziomie 13,5% r/r przy oczekiwanych 14,9% r/r.

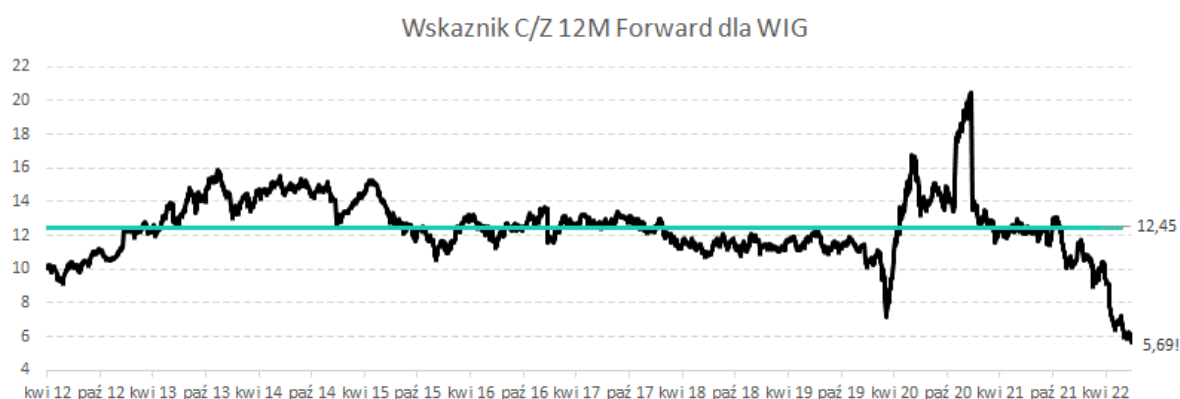
W całym miesiącu rentowność 10-letniej obligacji skarbowej wzrosła z 6,59%, do 6,90%, 5-latkę z 6,93% do 7,33%, a rentowność dwulatkę z 6,60% do 7,84%. Na głównych rynkach długu dochodowości niemieckich 10-letnich obligacji wzrosły z 1,12% do 1,33%, a amerykańskich z 2,84% do 2,99%.



## Rynek akcji polskich

Rekordowe wyniki versus wysoka inflacja, oczekiwane spowolnienie i ryzyko polityczne. Okres wakacyjny, to sezonowo mniej „twardych” danych ze spółek. Stąd większą rolę odgrywa rynkowy sentyment. Coraz powszechniej używane w prognozach makroekonomistów czy analityków sformułowania takie jak „recesja” (czyli przynajmniej dwa kwartały z rzędu spadku realnego PKB) czy „stagflacja” (tj. wysoka inflacja przy jednoczesnym niskim wzroście/spowolnieniu gospodarczym połączonym ze wzrostem bezrobocia) zdają się w pewnym stopniu napędzać strach wśród inwestorów.

Jesteśmy już po trzech kwartałach spadku indeksów. Łącznie od listopadowych szczytów do końca II kwartału WIG stracił 29%, a do obecnych poziomów 30%. Z punktu widzenia wyceny WIG zakłada recesję. Poziom wskaźnika C/Z równy 5,7x jest historycznie rekordowo niski, a dodatkowo konsensus Bloomberg nie doszacowuje tegorocznych wyników. Zakładając, że zyski spółek z WIG w 2022 roku (bez zdarzeń jednorazowych jak np. odpisy z tytułu wakacji kredytowych) wzrosną o 20% , a nie jak wskazuje Bloomberg o 11% (warto zaznaczyć że prognozy będą podnoszone po opublikowanych w krótkim okresie czasu lepszych od oczekiwań wynikach 4Q21 i 1Q22 - miesiąc temu było to 5% na 2022) poziom wskaźnika obniża się do zaledwie 5,2x!



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne, dane na 6.07.2022

Banki (tak tanio jeszcze nie było) i spółki państwowe wyceniane poniżej wartości księgowej kapitałów własnych zdają się w znacznej mierze dyskontować ryzyko polityczne. Jednak inwestorzy obawiają się kolejnych pomysłów opodatkowania „nadmiarowych” czy to po prostu wysokich zysków firm. Warto moim zdaniem zastanowić się czy tak wysoka inflacja sprawia, że obecne majątki spółek są niemożliwe do odtworzenia po ich wycenach księgowych – co stwarza szansę na wezwania na ich akcje, gdzie przykładowo inwestor branżowy czy konkurent zyskuje również czas, przejmując aktywa od razu. Obawiamy się jednak, że z normalizacją (wzrostem) mnożnika przyjdzie nam poczekać do końca wojny i/lub negatywnego (poniżej oczekiwań) zaskoczenia na inflacji. Niezbędny będzie do tego też kapitał zagraniczny, co wiązałoby się z „cieplejszym” postrzeganiem Polski – tu pomogłoby zapewne długo oczekiwane otrzymanie środków z KPO. Choć oczywiście w przypadku części spółek wzrost wskaźników wyceny będzie pochodną pogarszających się wyników.

Krajowy sezon wyników spółek rozpoczną Bank Millennium (26.07) oraz Budimex i Orange Polska (27.07). Niemniej jednak jest on bardzo rozciągnięty w czasie – ostatnie raporty spłyną na rynek dopiero na koniec września. Choć do końca sierpnia powinniśmy już poznać wyniki większości największych spółek. Z dużą dozą prawdopodobieństwa możemy szacować, że na poziomie skumulowanym dla WIG, czyli również dla wielu spółek będzie to okres rekordowych zysków (biorąc pod uwagę wyniki „oczyszczone” o potencjalne zdarzenia jednorazowe). Jednak uwagę inwestorów będą przykuwać przede wszystkim guidance spółek – ze szczególnym wyczuleniem na wspomniane słowo „spowolnienie” czy „recesja”.



Czerwiec nie przyniósł zmiany w tendencjach z ostatnich miesięcy i zakończenie pierwszej połowy roku na rynkach globalnych przebiegało pod hasłem ucieczki od aktywów ryzykownych, przy czym do aktywów ryzykownych obecnie zaliczane (w rozumieniu inwestorów) są w zasadzie wszystkie notowane klasy aktywów tj. od instrumentu dłużnych, przez akcje, a na kryptowalutach kończąc. Pewnym *novum* w zestawieniu z poprzednimi miesiącami jest dołączenie do wyprzedaży przez rynki surowcowe, które do tej pory były jedyną pozytywnie wyróżniającą się klasą aktywów oraz relatywnie odporną na wstrząsy. Ta sytuacja uległa gwałtownej zmianie, ponieważ indeks Bloomberg Commodity zaliczył spadek o niemal -11% w czerwcu, a liderami spadków były głównie ceny metali przemysłowych (miedź, nikiel, aluminium, ruda żelaza). To oczywiście mocno zaważyło na wycenach spółek wydobywczych i paliwowych, których globalne indeksy solidarnie straciły w czerwcu po ok. -16%, co z kolei zaważyło na głębszych spadkach na szerokim rynku akcji. Na rynku długu z kolei kolejny fatalny miesiąc, po symbolicznej pauzie w maju, gdzie indeks Bloomberg Global Aggregate spadł o -3,21%, a indeks obligacji wysokodochodowych aż o -7,53%. Warto zwrócić uwagę, że stopy zwrotu z indeksów globalnego długu za 12 miesięcy są zbliżone do stóp zwrotu z akcyjnego indeksu MSCI World. To dobrze obrazuje skalę wyprzedaży i gwałtownego zakończenia wieloletniej hossy na globalnym rynku długu. O ile rynek akcji *en masse* nie jest w stanie obronić się przed wzrostem stopy wolnej od ryzyka i wzrostem stóp dyskontowych w modelach wyceny akcji, o tyle w długim terminie wyceny wybranych spółek będą bronić się wynikami. Na rynku długu takiej możliwości nie ma i koniec bessy raczej odbędzie się w sposób naturalny tj. poprzez minięcie twardego szczytu globalnej inflacji i zapowiedzi pauzy w podwyżkach stóp przez FOMC. Wiele czynników może wskazywać, iż pierwszego z w/w momentów można spodziewać się właśnie w II i III kw. bieżącego roku, szczególnie jeśli zestawimy to z silnie słabnącymi indeksami konsumentów i aktywności w przemyśle oraz spadkami cen surowców.

KLASA AKTYWÓW	INDEKS	YTD	↑ IM	3M	6M	12M	36M
AKCJE	Indeks VIX	66,72%	9,62%	39,64%	66,72%	81,36%	90,38%
	MSCI Emerging Markets	-18,78%	-7,15%	-12,36%	-18,78%	-27,20%	-5,14%
	MSCI World Growth	-29,11%	-8,51%	-21,41%	-29,11%	-22,88%	24,57%
	MSCI World	-21,21%	-8,77%	-16,60%	-21,21%	-15,61%	16,89%
	MSCI World Value	-13,30%	-9,01%	-12,21%	-13,30%	-8,75%	6,30%
	MSCI World Small Cap	-23,25%	-10,13%	-17,61%	-23,25%	-23,09%	8,48%
FX I SUROWCE	Bloomberg Dollar Spot Index	7,39%	2,72%	5,74%	7,39%	10,34%	6,17%
	EURPLN	2,44%	2,53%	1,07%	2,44%	3,93%	10,71%
	Złoto spot	-1,20%	-1,64%	-6,72%	-1,20%	2,10%	28,22%
	Ropa Brent	47,61%	-6,54%	6,39%	47,61%	52,82%	72,52%
	Bloomberg Commodity Index	18,03%	-10,88%	-5,92%	18,03%	23,81%	46,95%
DŁUG	Bloomberg Global Aggregate Index	-13,91%	-3,21%	-8,26%	-13,91%	-15,25%	-9,34%
	Bloomberg Global High Yield Index	-16,87%	-7,53%	-11,85%	-16,87%	-17,76%	-7,62%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Słaby sentyment na rynkach wspierały gorsze od oczekiwań odczyty danych makroekonomicznych z głównych gospodarek, w tym także USA. Dość dobrze tą sytuację obrazuje indeks Citi Economic Surprise dla Stanów Zjednoczonych, który spadł do -75,8 pkt, czyli wartości osiąganey w poprzednich latach w dołkach cykli spowolnienia (odfiltrując „covidowe” minimum). Z drugiej strony, warto zauważyć, że analogiczny indeks dla zaskoczeń inflacyjnych jest na poziomie 45% niższym od maksimum wyznaczonego w lipcu 2021 r. Spadek wskaźników aktywności gospodarczej w USA (m.in. ISM w przemyśle do 53 pkt, wskaźnik zaufania konsumentów Conference Board do 98,7 pkt) zostały przez część inwestorów odebrane wedle zasady „skoro już mamy recesję, to FOMC

niechybnie zrobi pauzę w podwyżkach stóp i to trzeba dyskutować”. Rynki akcji niewątpliwie wiele rzeczy dyskontują z wyprzedzeniem, a powyższa teza ma sens, szczególnie jeśli na wskaźnikach w 2 połowie br. roku zobaczymy istotną dezinflację. Inflacja oczywiście jest obecnie na rekordowych poziomach, ale przedłużona recesja, wzrost bezrobocia i spadek realnych płac są jeszcze gorszym scenariuszem i zapewne Fed, mający mandat do dbania o wzrost gospodarczy, zacznie zwiększać jego wagę w swoich decyzjach.

Niemniej, za nami najgorsze półrocze dla rynków akcji od bardzo dawna. NASDAQ100 (-29,51%) zaliczył najgorszą I połowę roku od 2002 r. (był to okres recesji po pęknięciu bańki internetowej), natomiast S&P 500 (-20,58%) najgorszy taki okres aż od 52 lat. To wiele mówi o sentymencie, który panował w ostatnich miesiącach na rynkach, a jeszcze więcej mówią stopy zwrotu z poszczególnych segmentów rynków akcji. W indeksie S&P 500 fatalnie zachowały się akcje spółek z obszaru dóbr wyższego rzędu (*consumer discretionary*), które per saldo spadły o niemal 32%. Na plusie półrocze sfiniszowały tylko akcje spółek paliwowo-energetycznych (+28,4%) oraz użyteczności publicznej (+3,8%). Popularne w ostatnich latach akcje spółek z szeroko rozumianego innowacyjnego oprogramowania, obrazowane ETF-em SPDR S&P Software & Services, zniżykowały o -33%. Oczywiście, dyspersja stóp zwrotu na poszczególnych spółkach jest ogromna, od „stabilnego” -30% do nawet ponad -80%. Co ciekawe, o niemal identyczną wartość spadł ETF SPDR S&P Biotech (-33,66%), który dość dobrze obrazuje zachowanie sektora spółek biotechnologicznych, ale tutaj nastąpiła wyraźna poprawa w czerwcu, ponieważ indeks ten wzrósł o ok. 8%. Warto jeszcze dodać, że po fatalnym czerwcu gorszą stopę zwrotu w I półroczu 2022 r. ma sektor półprzewodników (ETF iShares Semiconductor w czerwcu niemal -18% i -35,53% od początku roku). Tak silna korelacja w/w stóp zwrotu pokazuje z jaką skalą zachowań stadnych mieliśmy do czynienia w ostatnich miesiącach. Mówiąc obrazowo, przeciętny inwestor w tym roku na akcjach Nvidia Corp., która rocznie generuje ponad 10 mld USD gotówki stracił więcej niż na koszyku spółek biotechnologicznych, gdzie generowanie gotówki, delikatnie mówiąc, nie jest powszechnym zjawiskiem. Tak istotne i nieracjonalne odchylenia postrzegamy jako okazje inwestycyjne nie widziane na rynku od marca 2020 r., a wcześniej od załamania po upadku Lehman Brothers. Z drugiej strony, przypominamy że im większa jest nieefektywność w wycenach, tym więcej czasu zazwyczaj rynek potrzebuje, aby ją zniwelować.

INDEKSY (30.06.2022)	YTD	↑ 1M	3M	6M	12M	36M
Nikkei 225	-8,33%	-3,25%	-5,13%	-8,33%	-8,33%	24,05%
Dow Jones Industrial Average	-15,31%	-6,71%	-11,25%	-15,31%	-10,80%	15,70%
WIG	-22,69%	-6,72%	-17,45%	-22,69%	-18,91%	-10,99%
MSCI Emerging Markets	-18,78%	-7,15%	-12,36%	-18,78%	-27,20%	-5,14%
STOXX 600 Europe	-16,52%	-8,15%	-10,67%	-16,52%	-10,08%	5,80%
Russell 2000	-23,93%	-8,37%	-17,49%	-23,93%	-26,08%	9,03%
S&P 500	-20,58%	-8,39%	-16,45%	-20,58%	-11,92%	28,68%
NASDAQ100	-29,51%	-9,00%	-22,47%	-29,51%	-20,96%	49,96%
DAX	-19,52%	-11,15%	-11,31%	-19,52%	-17,69%	3,10%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.



**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.**