



## Rynek długu

Maj przyniósł względną stabilizację na polskim rynku długu. Po wyznaczeniu nowych maksimów na poziomie 7,4% dla polskiej pięcioletniej obligacji skarbowej, rentowności sukcesywnie spadały przez większą część miesiąca. Przełożyło się to na przerwanie bezprecedensowej bessy na polskim rynku długu, trwającej od połowy zeszłego roku. Tym samym, benchmark TBSP Poland odnotował pierwszą dodatnią miesięczną stopę zwrotu od 9 miesięcy równą 0,25%. Wyceny obligacji na polskim rynku wspierane były przez globalną awersję do ryzyka. Obawy spowodowane rosnącym prawdopodobieństwem globalnej recesji chwilowo wyhamowały dynamiczne wyżki rynkowych stóp procentowych na rynkach bazowych. Silna przecena na głównych parkietach akcji w USA jak i w Europie, skutkowałą naturalną preferencją bezpiecznych aktywów. Amerykański NASDAQ od zeszłorocznej górkę zniżył w maju niemal 30%, a S&P 500 jak i niemiecki DAX pogłębiały przecenę w rejonach -18%. Oliwy do ognia dolewają stale stanowcze wypowiedzi przedstawicieli EBC jak i amerykańskiego FED o pełnej determinacji w walce utrwalającymi się tendencjami inflacyjnymi. Rodzima RPP w maju zaskoczyła rynek podwyżką stóp o niższej od oczekiwań skali 75 p.b. Główna stopa referencyjna po posiedzeniu wynosi 5,25%, rynek natomiast szacuje docelowy poziom stopy NBP na poziomie około 7,50%, a ankietowani przez serwis Bloomberg ekonomiści oczekują podwyżki do 6% na czerwcowym posiedzeniu. W maju wszystkie miary inflacyjne w polskiej gospodarce ponownie przebiły w górę oczekiwań. Dynamika cen CPI wyniosła 13,9% r/r (oczekiwano 13,6%), komponent bazowy CPI odnotował wzrost o 7,7% (oczekiwano 7,6%), podczas gdy ceny producentów zwiększyły się o 23,3% r/r (oczekiwano 20,5%). Jednocześnie w maju ponownie obserwowaliśmy śluby wzrost dynamiki płac (14,1%, oczekiwano 12,8% r/r), co potwierdza utrwalający się mechanizm płacowo-cenowy inflacji w Polsce.

W całym miesiącu rentowność 10-letniej obligacji skarbowej wzrosła z 6,35%, do 6,59%, 5-letni z 6,83% do 6,93%, a rentowność dwulatki z 6,57% do 6,60%. Na głównych rynkach długu rentowności niemieckich 10-letnich obligacji wzrosły z 0,94% do 1,12%, a amerykańskich spadły 2,94% do 2,85%.



## Rynek akcji polskich

W połowie maja WIG zniżył poniżej „wojennych” dołków z końca lutego. Kolejne trzy tygodnie to jednak stopniowe odrabianie strat. Czy możemy zatem oczekiwać, że indeks osiągnął swoje minima i nie przyjdzie nam już obserwować go na poziomach poniżej 53 tysięcy punktów? Z rynkowych ciekawostek, w zbliżonym terminie, tj. 12 maja 2022 odsetek byków w badaniu Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych równy 19% był najniższy w historii jego kalkulacji tj. od maja 2011 roku. Zapewne jest to w dużej mierze efekt 6 miesięcy spadków w których WIG stracił ok. ¼ wartości... pytaniem otwartym pozostaje czy potencjał zniżek nie jest już wyczerpany.

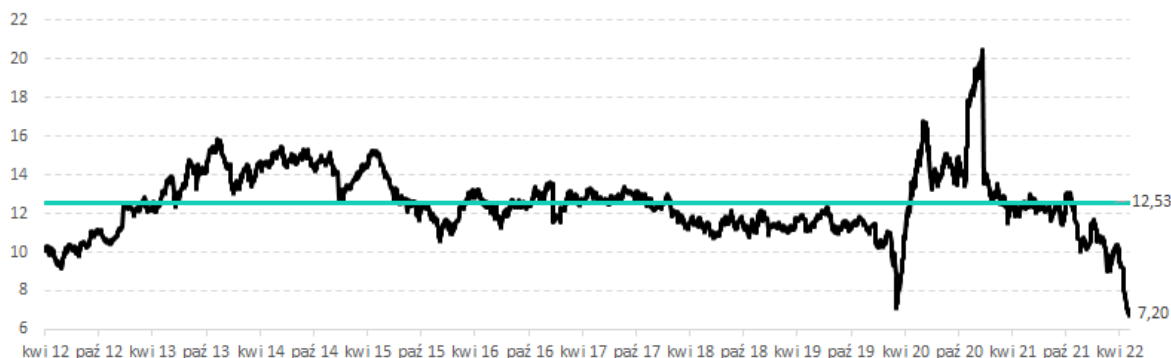
Po odwróceniu negatywnych zmian podatkowych Polskiego Ładu, rząd ponownie chce wesprzeć dochody rozporządzalne konsumentów, tym razem poprzez „wakacje kredytowe” tj. możliwość zawieszenia spłat rat kredytów hipotecznych. Prawdopodobnie nieliczni zdecydują się na wykorzystanie tych środków do spłaty części kapitału, decydując się na bieżącą konsumpcję. „Beneficjentem” tego będzie niestety ponownie inflacja, gdzie spirala płacowo - cenowa wzbiera na sile. Tym samym inflacja na dwucyfrowych poziomach zostanie z nami prawdopodobnie na dłużej, a jej stłumienie będzie jeszcze trudniejszym zadaniem dla RPP. Ekspansywna polityka fiskalna stoi w kontrze z restrykcyjną polityką monetarną. A jak ma się to do wyników spółek?

Wyniki za 4Q21 były rekordowe, wyniki za 1Q22 były wyższe (na bazie danych z serwisu Bloomberg dotyczących skumulowanych zysków operacyjnych spółek z WIG), a za 2Q22 mogą być jeszcze wyższe. Tym samym spółki

kumulują bardzo wysokie stany gotówki. Rekordowe są nie tylko nominalne poziomy zysków, ale również rentowności. Tym samym w oczekiwane spowolnienie gospodarcze spółki wchodzi z bardzo wysokiego poziomu wyników i często solidnymi zakumulowanymi środkami finansowymi. Dość powiedzieć, że WIG jest notowany na poziomach z 2019 roku, podczas gdy tegoroczne zyski operacyjne spółek z WIG mają być o 90% wyższe niż wtedy (Bloomberg), a nawet jeśli spadłyby w 2023 roku o przykładowo 20%, nadal będą blisko o 70% wyższe, m.in. za sprawą silnie rosnących przychodów, w tym inflacji.

Natomiast WIG wycenia recesję...

Wskaźnik C/Z 12M Forward dla WIG



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne, dane na 3.06.2022

Ponadto wskaźnik C/Z (P/E) dla WIG kalkulowany jest na bazie 5-procentowego wzrostu skumulowanych zysków na 2022 rok. Z kolei nasze prognozy zakładają, że tegoroczne zyski wzrosną o 20 procent... co z kolei obniżyłoby wskaźnik do poziomu 6,3! Pojawiają się również spółki, których kapitalizacja jest tylko niewiele wyższa niż gotówka netto na ich kontach i nie mówimy tu o spółkach biotechnologicznych, które w kolejnych kwartałach mają wydawać te pieniądze na dalsze badania, obecnie nie osiągając nawet znikomych przychodów.

Bazując na powyższym warto zadać sobie obecnie pytanie jaki risk/reward oferuje obecnie nasz rynek? Czy obawy o recesję i silne hamowanie wyników spółek nie są przesadzone? Potencjał spadków jest bardzo ograniczony, konsensus nie doszacowuje tegorocznych wyników, a do silniejszego odreagowania/wzrostów mało potrzeba, w tym nawet niewielkich napływów wspartych środkami z dywidend spółek oraz redukcji ryzyka politycznego m.in. wpływy środków z KPO, oddalenie ryzyka opodatkowania ponadprzeciętnych zysków („windfall profit tax”).



## Globalny Rynek Akcji

Miniony miesiąc to kontynuacja turbulencji na rynkach, gdyż po niezłym początku miesiąca w USA indeksy gwałtownie wymazały zdobycze, a w połowie miesiąca NASDAQ wykazywał dwucyfrową stratę w stosunku do kwietniowego zamknięcia. Dzięki wzrostom w ostatnim tygodniu maja udało się odrobić większość strat, lecz odbywało się to w bardzo niesymetryczny i niejednorodny sposób. W tle obserwowaliśmy odpadnięcie od rekordowych poziomów dolara amerykańskiego, który u progu maja zdawał się być najbardziej pożądanym miejscem ucieczki inwestorów na rynkach finansowych. Moment rozpoczęcia odbicia na rynkach akcji wystąpił wraz z kulminacją sezonu wynikowego spółek amerykańskim rynku oraz współgrał z ogłoszeniem bliskiego zakończenia chińskiego lockdownu, po około dwumiesięcznym okresie. Warto zauważyć, że w pierwszej połowie maja zatrzymała się przecena na globalnym rynku długu i rentowność

amerykańskich 10-latek spadła w maju o 9 pb, ale to nie oddaje całego obrazu wydarzeń w maju, gdyż w trakcie miesiąca owe rentowności osiągnęły poziom 3,20%, co pokazuje że w 3 tygodnie rynek oddał prawie 50 pb. Podobna sytuacja miała miejsce na całej długości amerykańskiej krzywej dochodowości, co teoretycznie powinno istotnie wspierać wyceny spółek wzrostowych, ale wydaje się, że inwestorzy na rynkach akcji en masse nie zdyskontowali tej zależności. Pozytywnym symptomem jest z kolei spadek indeksu VIX o ponad 21%, mimo wciąż słabej kondycji amerykańskich indeksów, a to może zwiastować długo wyczekiwany spadek zmienności i stopniowe uspokojenie rekordowo negatywnych nastrojów.

| KLASA AKTYWÓW | INDEKS                            | YTD     | 1M      | 3M      | 6M      | 12M     | 36M    |
|---------------|-----------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|
| AKCIE         | MSCI World Value                  | -4,71%  | 1,73%   | -1,62%  | 1,41%   | -1,27%  | 23,91% |
|               | MSCI Emerging Markets             | -12,53% | 0,14%   | -7,99%  | -11,11% | -21,69% | 7,98%  |
|               | MSCI World                        | -13,64% | -0,16%  | -6,28%  | -10,02% | -6,21%  | 36,40% |
|               | MSCI World Small Cap              | -14,60% | -0,43%  | -7,71%  | -11,54% | -14,34% | 27,51% |
|               | MSCI World Growth                 | -22,51% | -2,39%  | -11,39% | -20,92% | -11,98% | 45,47% |
|               | Indeks VIX                        | 52,09%  | -21,59% | -13,13% | -3,68%  | 56,26%  | 39,98% |
| FX I SUROWCE  | Ropa Brent                        | 57,93%  | 12,35%  | 21,64%  | 74,07%  | 77,21%  | 90,48% |
|               | Bloomberg Commodity Index         | 32,44%  | 1,44%   | 14,66%  | 37,10%  | 41,49%  | 69,03% |
|               | Bloomberg Dollar Spot Index       | 4,55%   | -1,46%  | 3,92%   | 3,74%   | 9,88%   | 1,71%  |
|               | EURPLN                            | -0,09%  | -2,17%  | -2,51%  | -1,62%  | 2,33%   | 7,02%  |
|               | Złoto spot                        | 0,45%   | -3,14%  | -3,75%  | 3,54%   | -3,65%  | 40,73% |
| DLUG          | Bloomberg Global Aggregate Index  | -11,06% | 0,27%   | -8,11%  | -11,18% | -13,21% | -4,26% |
|               | Bloomberg Global High Yield Index | -10,10% | -0,09%  | -5,50%  | -8,44%  | -10,89% | 3,07%  |

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Na amerykańskim rynku akcji źródeł majowej zmienności należy szukać przede wszystkim w wynikach spółek. Ogromne zamieszanie wywołały raporty za I kw. w sektorze spółek konsumpcyjnych, powszechnie uważanych za defensywne tych od dóbr podstawowych, jak i wyższego rzędu. Dzień po wynikach akcje Walmartu zanotowały najgorszą sesję od...1987 r. i finalnie w 3 dni straciły 20% wartości. Jeszcze gorzej inwestorzy odebrali wyniki Target, którego akcje w 2 dni zniżyły o niemal 30%. Można tu jeszcze dodać kilka innych przykładów, aczkolwiek sentyment nieco się poprawił po wynikach dyskontów (Dollar Tree i Dollar General), które pokazały, że ogłoszenie śmierci amerykańskiej konsumpcji prywatnej jest zdecydowanie przedwczesne. W dużych amerykańskich sieciach handlowych ujawnił się problem inflacji w kosztach, w tym zwłaszcza wysoki wzrost kosztów logistyki i kosztów płac. Przez ostatnie miesiące obserwowaliśmy stopniowy wzrost cen wielu surowców, w tym najmocniej paliw, a także wzrost dynamiki jednostkowych kosztów pracy w USA do poziomu widzianego ostatnio we wczesnych latach 80-yh. Paradoksalnie w kwietniu akcje wielu spółek handlu detalicznego albo notowały historyczne szczyty (Walmart) albo znajdowały się niedaleko od nich (Target), co wydawało nam się anomalią rynkową i absurdalnym pomysłem na zarabianie w czasach inflacji. Nasze obawy sygnalizowaliśmy od kilku miesięcy, a pęknięcia w wynikach spółek o niskim wzroście, lecz relatywnie wysokim ROIC (przykład HCA Healthcare w kwietniu) pojawiały się już od I kw. bieżącego roku. Inwestorzy niemniej konsekwentnie ignorowali ostrzeżenia z danych makroekonomicznych, co skończyło się kubłem lodowatej wody w maju i rozlaniem risk-off po całym rynku akcji, gdyż inwestorzy przyjęli tezę, że skoro Walmart sobie nie radzi to musi być bardzo źle.

W naszej ocenie rynek w ostatnich miesiącach funkcjonuje w dużej niepewności i strachu, co prowadzi do oderwania się od fundamentów poszczególnych spółek, a majowe zamieszanie tylko to potwierdziło. Solidne zestawy wyników otrzymaliśmy w znacznym stopniu z koszyka spółek wzrostowych, których wyceny są najbardziej poszkodowane

przez ostatnie 6 miesięcy. Multisektorowy koszyk walorów, które roboczo określamy quality growth (ponadprzeciętny wzrost przychodów + dodatni ROIC + spełnienie rule of 40) pokazał relatywnie najmocniejsze wyniki tj. wykazujące wysoką odporność na niekorzystne otoczenie makro. Generalnie, spowolnienie gospodarcze jest nieuniknionym testem modeli biznesowych w wielu spółkach wzrostowych, dlatego też część z nich nawet po dużych spadkach niekoniecznie jest krótko- lub średnioterminową okazją inwestycyjną, ponieważ przy tak dużej niepewności nie oczekujemy ekspansji mnożników wyceny w najbliższym czasie, a to jest główny driver wzrostu kursu akcji w spółkach wzrostowych na wcześniejszych etapach wzrostu biznesu i utrzymujących ujemną rentowność. Podsumowując raporty wynikowe za I kw. br., kolejny kwartał mamy sytuację, gdy wynikiem lepszym od oczekiwań towarzyszyła erozji wycen rynkowych i jeszcze większa kompresja mnożników wycen. Poniżej podsumowanie sezonu wyników dla spółek z indeksu S&P 500:

| S&P 500 INDEX                |           | Surprise       | Growth            |  |  |
|------------------------------|-----------|----------------|-------------------|--|--|
| Sector (GICS)                | Reported  | Sales Surprise | Earnings Surprise |  |  |
| 1) All Securities            | 494 / 500 | 2.21%          | 4.65%             |  |  |
| 12) > Energy                 | 21 / 21   | 4.20%          | 1.33%             |  |  |
| 13) > Materials              | 28 / 28   | 3.73%          | 9.51%             |  |  |
| 14) > Industrials            | 71 / 71   | 0.51%          | 1.24%             |  |  |
| 15) > Consumer Discretionary | 59 / 59   | 0.86%          | 0.10%             |  |  |
| 16) > Consumer Staples       | 27 / 32   | 3.01%          | 5.14%             |  |  |
| 17) > Health Care            | 64 / 65   | 2.86%          | 7.69%             |  |  |
| 18) > Financials             | 66 / 66   | 1.39%          | 5.89%             |  |  |
| 19) > Information Technology | 76 / 76   | 2.18%          | 4.44%             |  |  |
| 20) > Communication Services | 23 / 23   | -0.32%         | 3.97%             |  |  |
| 21) > Utilities              | 29 / 29   | 10.20%         | 1.69%             |  |  |
| 22) > Real Estate            | 30 / 30   | 2.12%          | 6.56%             |  |  |

Za nami czwarty w tym roku spadkowy miesiąc na rynkach akcji i w naszej ocenie widoczne są pierwsze symptomy uspokajania sytuacji, przede wszystkim w przypadku poszczególnych spółek, które obroniły się wynikowo. Oczywiście, żadnego waloru nie omijała ogromna zmienność szerokiego rynku, ale relatywnie bardzo solidne wyniki widzimy zwłaszcza w sektorze półprzewodników, gdzie część walorów trudny miesiąc zakończyła na plusach. Przypominamy, że ten sektor jest kręgosłupem globalnej transformacji cyfrowej i popyt na chipy wciąż jest bardzo zdrowy, mimo oczywistych wahnięć bardziej cyklicznych obszarów jak elektronika konsumencka. Ponadto, duży potencjał widać w spółkach z sektorów OZE i czystych technologii, które postrzegamy jako jeden z niewielu segmentów rynku akcji, gdzie będziemy obserwować ekspansję mnożników wyceny, z uwagi na radykalne przyspieszenie globalnej transformacji energetycznej wskutek inwazji na Ukrainę. Ten proces będzie kontynuowany nawet w trudnym otoczeniu makroekonomicznym, przy czym zakładamy, że ewentualna recesja w USA (bo wciąż nie jest przesadzone jej wystąpienie), jeśli wystąpi to będzie krótka i płytka. Gorszy scenariusz zakładamy dla Europy, gdzie wysokie ceny surowców energetycznych będą negatywnie oddziaływać na konsumpcję i inwestycje, a na horyzoncie mamy już zasygnalizowane zaostrzenie polityki monetarnej przez EBC, z uwagi na potwierdzone rekordowe odczyty inflacji w krajach EU. W tym układzie tegoroczne, głębokie spadki na giełdach amerykańskich i jednocyfrowe na parkietach europejskich postrzegamy jako istotną nieefektywność i mamy ostrożne nastawienie do aktywów w Europie.

| INDEKSY (31.05.2022)         | YTD     | 1M     | 3M     | 6M      | 12M     | 36M    |
|------------------------------|---------|--------|--------|---------|---------|--------|
| Nikkei 225                   | -5,25%  | 1,61%  | 2,84%  | -1,95%  | -5,48%  | 32,42% |
| STOXX 600 Europe             | -9,11%  | -1,56% | -2,15% | -4,24%  | -0,76%  | 20,13% |
| Dow Jones Industrial Average | -9,21%  | 0,04%  | -2,66% | -4,33%  | -4,46%  | 32,94% |
| DAX                          | -9,42%  | 2,06%  | -0,50% | -4,71%  | -6,70%  | 22,70% |
| MSCI Emerging Markets        | -12,53% | 0,14%  | -7,99% | -11,11% | -21,69% | 7,98%  |
| S&P 500                      | -13,30% | 0,01%  | -5,53% | -9,52%  | -1,71%  | 50,15% |

|              |         |        |         |         |         |        |
|--------------|---------|--------|---------|---------|---------|--------|
| Russell 2000 | -16,98% | 0,00%  | -8,99%  | -15,23% | -17,85% | 27,20% |
| WIG          | -17,12% | -0,56% | -6,07%  | -15,31% | -13,36% | -0,82% |
| NASDAQ100    | -22,54% | -1,65% | -11,21% | -21,65% | -7,63%  | 77,36% |

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 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 zapoznaly 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.**