



## Rynek długu

Posiadacze obligacji miesiąc czerwiec mogą zaliczyć do udanych. Tym razem polskie papiery nie naśladowały zachowania obligacji z rynków bazowych. Wprost przeciwnie, niekorzystne trendy z USA i Niemiec nie powstrzymały fali zakupów polskich skarbówek, których dochodowości z końcem miesiąca ponownie dotarły w okolice dołków jakie obserwowaliśmy w lutym oraz maju tego roku. Największym powodzeniem cieszyły się papiery 5-letnie, których rentowności spadły do 5,6%; obligacje 2 i 10-letnie osiągnęły odpowiednio 5,76% i 5,70%.

Nadzieje inwestorów na rychłe obniżki stóp są mocno rozbudzone. Notowania kontraktów FRA na stopę procentową pokazują, że do września obniżka kosztu pieniądza (obecnie 6,75%) ma wynieść co najmniej 0,25 pkt proc., a do końca roku łącznie niemal 1 pkt proc!

Ostatnio publikowane przez GUS wskaźniki inflacji zaskakiwały „in plus” - wzrost cen okazywał się niższy od oczekiwań. Nie inaczej było w czerwcu. Według wstępnego szacunku inflacja CPI kontynuowała trend spadkowy obniżając się do 11,5% r/r z 13% r/r w maju. Konsensus rynkowy ponownie został lekko zaskoczony odczytem w dół (oczekiwano 11,7%). Na wskaźnik cały czas „działa” wysoka baza odniesienia, która powstała na skutek wybuchu wojny w Ukrainie pod koniec lutego ubiegłego roku. Wówczas mocno wzrosły ceny żywności, nośników energii oraz paliw. Dodatkowo w czerwcu do zakupów obligacji zachęcał fakt, że – jak podało Ministerstwo Finansów - stopień sfinansowania potrzeb pożyczkowych państwa brutto na 2023 przekroczył 90%.

W ubiegłym miesiącu rynki zagraniczne pozostawały w odwrocie. Najmocniej rosły rentowności papierów 2-letnich, które w Niemczech osiągnęły 3,25% a w USA 4,9%. Dotąd znaczna część inwestorów liczyła na to, że dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej w strefie euro i za oceanem będzie miało charakter jedynie słowny. Tymczasem ostatnie wypowiedzi członków FED jak i ECB jasno wskazują, że temat podwyżek stóp nie został definitywnie zamknięty.

Europejski Bank Centralny, zgodnie z oczekiwaniami, podniósł stopy procentowe o 25pb, w tym refinansową do 4,00% oraz depozytową do 3,50%. Była to ósma z rzędu podwyżka. Oceniono, że wskaźniki presji inflacyjnej pozostają mocne, choć widoczne są pewne oznaki jej łagodzenia. W szczególności presja płacowa pozostaje istotnym czynnikiem proinflacyjnym. Zarząd EBC uzależnia dalsze kroki od napływających danych makroekonomicznych. Prezes Lagarde podkreśla, że EBC jeszcze nie osiągnął docelowego poziomu stóp i nie przerywa cyklu zacieśniania, a pauza nie jest nawet rozważana.

Z kolei FED zgodnie z oczekiwaniami pozostawił stopy procentowe bez zmian w przedziale 5-5,25%. Analitycy określili ostatni przekaz jako „jastrzębią pauzę”, co sugeruje, że zakładane przez rynki szybkie przejście z podwyżek do cięć stóp w tym roku jest mało realne.

Głównym czynnikiem ryzyka dla obligacji na najbliższe tygodnie pozostaną decyzje banków centralnych w państwach rozwiniętych, które zapowiedziały kontynuację cyklu podwyżek stóp procentowych. Zaostrzenie retoryki widoczne głównie w Europie wynika z oczekiwanego wydłużonego w czasie powrotu inflacji do celów inflacyjnych. Mimo wszystko rentowności polskich obligacji skarbowych powinny kontynuować trend spadkowy lub przynajmniej pozostać na dotychczasowych poziomach.



## Rynek akcji polskich

Czerwiec był miesiącem w którym warszawska giełda wyróżniała się pozytywnie na tle i tak solidnie rosnących rynków finansowych. W całym miesiącu Warszawski Indeks Giełdowy zanotował ośmioprocentowy wzrost zostawiając w tyle niemal wszystkie europejskie parkiety. Najsilniejszym zaś segmentem rynku były blue chips zgrupowane w ramach indeksu WIG20.

Wzrostom w Warszawie pomógł sektor bankowy i to pomimo faktu, że długo oczekiwane orzeczenie TSUE ws. zwrotu kosztu za korzystanie z kapitału zapadło niekorzystnie dla sektora. Taki werdykt był bowiem oczekiwany przez rynek – w tym kształcie spodziewało się go ponad 90% ankietowanych analityków więc nie było tu miejsca na negatywne zaskoczenie.

Najsilniej spośród blue chips rosły walory CD Projektu. Spółka ogłosiła oficjalną datę obszernego dodatku do gry Cyberpunk 2077 i podzieliła się szeregiem informacji dotyczących tej produkcji. Wywołało to znaczną poprawę sentymentu do spółki wpieraną charakterystycznym dla CD Projektu gwałtownym zamykaniem krótkich pozycji. W rezultacie akcje spółki w czerwcu zdrożały o niemal 28%.


Ze znaczną korektą wyceny musieli się natomiast pogodzić posiadacze akcji Allegro. W przypadku polskiego potentata e-commerce na sprzedaż w ramach ABB zdecydowali się główni akcjonariusze spółki. Stanowiło to znakomity pretekst do przeceny waloru, który znakomicie radził sobie od początku roku.



## Globalny Rynek Akcji

Czerwiec niewątpliwie był efektywnym zakończeniem nadspodziewanie dobrego półrocza na rynkach. Indeks MSCI World zwyżkował o niemal 6% i tym razem do wzrostów dołączyły także mniejsze spółki (MSCI World Small Cap Index +6,11%) po 5 miesiącach spadków i rosnącej relatywnej słabości. Na koniec czerwca w wycenach spółek nie widać dyskонтowania recesji, ale nie widać takiego scenariusza także w zagregowanych przez Bloomberga prognozach, które zakładają ujemną dynamikę amerykańskiego PKB tylko w IV kwartale (-0,5% r/r w ujęciu zannualizowanym). Dynamika cen mierzona bazowym PCE na koniec roku powinna wynieść 3,8% r/r, czyli wciąż powyżej poziomu optymalnego, za co w dużej mierze odpowiada silny rynek pracy tj. niska stopa bezrobocia w połączeniu z ponadprzeciętnie wysoką dynamiką płac. Z pewnością są to argumenty dla Fed, aby przez pewien czas utrzymywać wysokie stopy procentowe i dlatego też nie spodziewamy się obniżek stóp w drugim półroczu bieżącego roku. Sądząc po zachowaniu rynków akcji w II kwartale, inwestorzy dość odważnie dyskонтują scenariusz „miękkiego lądowania” amerykańskiej gospodarki oraz solidnych wyników spółek za II kw. W naszej ocenie, wyniki w spółkach

w istocie zapowiadają się solidnie, lecz zawsze od samych wyników nie mniej istotna jest „druga strona medalu”, czyli poziomy wycen. Spodziewamy się, że najwięcej emocji budzić będzie sektor półprzewodników, gdzie wyceny wzrosły w I półroczu o ponad 50%, patrząc na indeks Bloomberg World Semiconductor. Oczywiście, w tym wzroście zaszyte są wysokie oczekiwania związane z rozwojem i adopcją sztucznej inteligencji, która z kolei daje nadzieję na to, czego inwestorzy zawsze szukają na rynku, czyli źródeł przyspieszonego wzrostu oraz zwiększenia produktywności.

KLASA AKTYWÓW	INDEKS	1M 	YTD	3M	6M	12M	24M	36M
AKCIE	MSCI World Small Cap	6,11%	6,58%	2,64%	6,58%	10,99%	-14,64%	28,92%
	MSCI World Growth	6,09%	26,49%	10,13%	26,49%	25,36%	-3,33%	34,15%
	MSCI World	5,93%	13,99%	6,28%	13,99%	16,52%	-1,67%	34,74%
	MSCI World Value	5,76%	2,45%	2,21%	2,45%	7,81%	-1,63%	32,63%
	MSCI Emerging Markets	3,23%	3,46%	-0,08%	3,46%	-1,12%	-28,02%	-0,56%
	Indeks VIX	-24,25%	-37,29%	-27,33%	-37,29%	-52,66%	-14,15%	-55,34%
FX I SUROWCE	Bloomberg Commodity Index	3,59%	-10,04%	-3,82%	-10,04%	-13,30%	7,34%	56,18%
	Ropa Brent	3,08%	-12,82%	-6,11%	-12,82%	-34,76%	-0,31%	82,02%
	Bloomberg Dollar Spot Index	-1,05%	-1,09%	0,22%	-1,09%	-2,16%	7,96%	1,08%
	EURPLN	-2,08%	-5,39%	-5,28%	-5,39%	-5,66%	-1,95%	-0,29%
	Złoto spot	-2,21%	5,23%	-2,54%	5,23%	6,20%	8,43%	7,77%
DŁUG	Bloomberg Global High Yield Index	2,55%	5,23%	2,02%	5,23%	10,50%	-9,12%	4,13%
	Bloomberg Global Aggregate Index	-0,01%	1,43%	-1,53%	1,43%	-1,32%	-16,37%	-14,16%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Patrząc na powyższe zestawienie stóp zwrotu, można śmiało zaryzykować wniosek, że w czerwcu inwestorzy weszli w fazę *risk-on*, gdyż jednocześnie wzrosły wyceny na rynkach akcji, surowców oraz obligacji korporacyjnych, a zniżyły metale szlachetne oraz dolar amerykański. Na amerykańskim rynku długu odwrócenie krzywej dochodowości, mierzone różnicą w rentownościach 10- oraz 2-letnich obligacji rządowych, osiągnęło poziom ponad 100 bp, co ostatni raz obserwowaliśmy u progu marca, czyli przed wybuchem kryzysu w sektorze bankowym, ograniczonym jednakże do części małych i średnich banków w USA oraz Credit Suisse. W naszej ocenie nie oznacza to, iż rynek obligacji dyskontuje większe ryzyko recesji w USA czy też dalsze podwyżki stóp, lecz jest to raczej normalizacja sytuacji na rynku długu. Mówiąc inaczej, w wyniku marcowej paniki rynek zdyskontował zdecydowanie zbyt dużo m.in. gwałtowne obniżki stóp przez Fed i w ostatnich tygodniach trwało stopniowe wycofywanie się z tych zakładów i finalnie rynek wrócił do punktu wyjścia tj. do poziomów z końca marca. Tym samym, dla rynku akcji są to ruchy neutralne, a korektę wzrostów z I półrocza mogą spowodować przede wszystkim słabsze od oczekiwań wyniki spółek za II kw., potencjalnie w połączeniu z konserwatywnymi prognozami rządów na II połowę roku.

INDEKSY (30.06.2023)	↑1M	YTD	3M	6M	12M	24M	36M
Russell 2000	6,87%	7,24%	4,79%	7,24%	10,58%	-18,26%	31,04%
Nikkei 225	5,94%	27,19%	18,36%	27,19%	25,75%	15,27%	48,91%
NASDAQ Composite	5,92%	31,73%	12,81%	31,73%	25,02%	-4,94%	37,07%
S&P 500	5,82%	15,91%	8,30%	15,91%	17,57%	3,56%	43,55%
WIG	5,43%	17,09%	14,80%	17,09%	25,59%	1,84%	35,74%
Dow Jones Industrial Average	4,13%	3,80%	3,41%	3,80%	11,80%	-0,28%	33,30%
MSCI Emerging Markets	1,97%	3,46%	-0,08%	3,46%	-1,12%	-28,02%	-0,56%
DAX	1,50%	15,98%	3,32%	15,98%	26,32%	3,97%	31,17%
STOXX 600 Europe	1,16%	8,72%	0,89%	8,72%	13,44%	2,01%	28,19%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Podsumowując, do drugiego półrocza podchodzimy z umiarkowanym optymizmem i zakładamy, że nadal utrzyma się selektywny charakter hossy, aczkolwiek z większym udziałem małych i średnich spółek oraz sektorów o wyższym *duration*, czyli zwłaszcza biotechnologii oraz szeroko rozumianego sektora czystych technologii. Z optymizmem patrzymy także na spółki z segmentu przetwarzania w chmurze oraz oprogramowania dla przedsiębiorstw, które powinny być bezpośrednim beneficjentem trwającego boomu na chipy.



## 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.*

**Material przeznaczony dla dystrybutorów oraz Uczestników FIO i FIZ.**