



## Rynek długu

Kwiecień okazał się drugim z rzędu miesiącem, w którym polskie papiery skarbowe zyskiwały, a okres zakończyły na wyraźnym plusie. Notowania podążały za papierami amerykańskimi i niemieckimi, przy czym w drugiej połowie miesiąca rynek lokalny zachował się relatywnie lepiej, gdyż został zasilony środkami z zapadających papierów OK0423 oraz wypłat kuponowych z innych serii obligacji w łącznej kwocie blisko 25 mld PLN. Nie bez wpływu na notowania była publikacja wskaźnika inflacji CPI za marzec (16,1% r/r), który okazał się niższy od oczekiwań (16% r/r) i dużo niższy od odczytu z poprzedniego miesiąca (18,4% r/r). Notabene, według szybkiego szacunku inflacja CPI w kwietniu spadła do 14,7% r/r; ekonomiści szacowali spadek do 15% r/r. Póki co, tempo dezinflacji pozostaje wyższe od tego, co zakładali ekonomiści. Należy jednak pamiętać, że szybki spadek wskaźnika to w głównej mierze tzw. efekt wysokiej bazy z ubiegłego roku.

Na przestrzeni miesiąca rentowności benchmarków 2, 5 i 10 lat obniżyły się jednakowo - o około 15 pkt. bazowych, z 6,05% do 5,90%. Tym samym dochodowości dotarły w okolice lokalnych dołków jakie obserwowaliśmy w styczniu, na początku lutego oraz w połowie marca tego roku. Warto dodać, że pierwsze dni maja przyniosły dalsze umocnienie polskiego długu na całej długości krzywej (do poziomu ok. 5.75%); przełamanie tej bariery może oznaczać dalsze zejście rentowności w okolice 5,5%!

Dobra passa nie opuszcza papierów skarbowych o zmiennych kuponach. Popularne „wuzetki” (oparte o zmienny kupon – 6-miesięczny WIBOR, papiery stanowią częsty składnik lokat tzw. dłużnych funduszy konserwatywnych), zyskiwały drugi miesiąc z rzędu a ceny najdłuższych serii osiągnęły poziomy ostatnio obserwowane w połowie 2022 roku. Nadal jednak na tle innych klas aktywów mogą stanowić atrakcyjną lokatę.

Obligacje amerykańskie w ubiegłym miesiącu handlowano ze średnią rentownością 3,5%, zaś niemieckie 2,35%.

W kwietniu odbyły się dwa regularne przetargi skarbówek, na których Ministerstwo Finansów zaoferowało papiery 2, 5 i 10-letnie o stałym kuponie oraz jedną serię 5-letnich papierów o zmiennym kuponie. Oferta spotkała się z dużym zainteresowaniem inwestorów, a po aukcjach resort ogłosił, że potrzeby pożyczkowe państwa są sfinansowane w blisko 80%. Obligacje w czterech seriach i o terminach wykupu od 5 do 20 lat oferował również BGK; bank zdołał uplasować papiery za ponad 1.3 mld PLN.

W trakcie trwającego w Polsce długiego weekendu majowego swoje decyzyjne posiedzenia odbyły dwa najważniejsze banki centralne świata - FED i ECB. Oba podniosły stopy procentowe o 25 punktów bazowych, odpowiednio do 5,25% i 3,75% a w komunikatach dały do zrozumienia, że w kwestii zacieśniania polityki pieniężnej nie powiedziały jeszcze ostatniego słowa. Rynki kalkulują, że zarówno w strefie euro, jak i za oceanem, może jeszcze dojść do „symbolicznych” podwyżek jednak zdecydowanie jesteśmy w fazie kończenia cyklu i jeszcze w tym roku zobaczymy pierwsze obniżki kosztu pieniądza.

Rada Polityki Pieniężnej ponownie pozostawiła stopy NBP bez zmian - główna nadal wynosi 6,75%. Prezes NBP Adam Glapiński w jednym z wywiadów wyraził nadzieję, że pod koniec 2023 roku będzie możliwa pierwsza obniżka stóp procentowych, ale nie jest to obietnica, bo wszystko będzie zależeć od kształtowania się CPI i PKB. Glapiński poinformował, że założenia makroekonomiczne banku centralnego realizują się w całości.

Koniec cyklu zacieśniania polityki pieniężnej przez banki centralne na całym świecie zbliża się szybkimi krokami. Inwestorzy liczą na rychłe obniżki stóp procentowych czemu dają wyraz windując ceny długu. Wydaje się, że decyzje bankierów mogą przyspieszyć mnożące się problemy w amerykańskim systemie bankowym. Inwestorzy wykazują daleko idący optymizm, co w perspektywie nadchodzących tygodni może zaowocować mocniejszą korektą. Tę jednak należy wykorzystać do zwiększania zaangażowania w papiery o dłuższych terminach wykupu.



## Rynek akcji polskich

Polscy inwestorzy mogli rozpocząć długi majowy weekend w wyśmienitych nastrojach. Po kilku słabszych marcowych tygodniach, w kwietniu na warszawskim parkiecie wyraźnie dominował zielony kolor. WIG urosł w kwietniu przeszło 7,4% z łatwością dystansując europejskie i amerykańskie indeksy (w zależności od rynku wzrosty sięgnęły od 1% do 3%), a także benchmarki krajów rozwijających się (MSCI EM spadł 1,3%). Wzrosty notowań obserwowaliśmy w każdym segmencie rynku, choć tym razem do liderów należały spółki największe (WIG20 urosł 9,4%), przede wszystkim z sektora finansowego i konsumenckiego, SWIG80 (+4,4%) i MWIG40 (2,1%) rosły w kwietniu w nieco wolniejszym tempie.

Wszystko wskazuje na to, że zawirowania wśród średniej wielkości banków w Stanach Zjednoczonych, głównie tych regionalnych, nie rozprzestrzeniły się szerzej do Europy, a po strachu o Credit Suisse, czy Deutsche Bank nie ma już śladu. A skoro tak, to głęboka przecena polskich instytucji bankowych, jaką obserwowaliśmy pod koniec pierwszego kwartału, okazała się nieuzasadniona. Dlatego też to właśnie indeks WIG-Banki był najlepiej rosnącym segmentem rynku, ze stopą zwrotu przekraczającą 11%. Pozytywny sentyment wspierany był spływającymi danymi dotyczącymi rekordowych zysków polskich instytucji finansowych, w pierwszym kwartale. Chociaż polska gospodarka ewidentnie spowalnia, to dobre bilanse polskich przedsiębiorstw powodują, że nie obserwujemy istotnego wzrostu kosztów ryzyka w sektorze bankowym. A skoro tak, to w otoczeniu wysokich stóp procentowych i umiarkowanej presji na koszt finansowania depozytów sektor, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, jest w stanie realizować bardzo dobre rezultaty. Rodzi to oczywiście ryzyko pojawiania się kolejnych populistycznych propozycji ze strony polityków, czego należy mieć świadomość przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych na drugą połowę roku, tym bardziej w świetle zbliżających się wyborów parlamentarnych.

W kwietniu zakończyliśmy (w końcu) okres publikacji sprawozdań finansowych za czwarty kwartał i cały 2022 rok, który był absolutnie rekordowy dla polskich przedsiębiorstw. Ta wysoka baza będzie w obecnym roku trudna do poprawienia. Dynamika zysków w dużym stopniu będzie zależeć od skali spowolnienia gospodarczego. Podtrzymujemy jednak tezę, że w otoczeniu podwyższonej inflacji i bez głębokiej recesji (a więc przy utrzymującym się niskim realnym wzroście PKB) wcale nie musi dojść do istotnego spadku zysków polskich przedsiębiorstw. Giełdowe wyceny już i tak wydają się odzwierciedlać sporą część tego ryzyka i w dalszym ciągu prezentują się atrakcyjnie. Pociuszające jest również to, że wzrost notowań WIG od początku roku o 9,2%, odbywa się przy

jednoczesnym podnoszeniu oczekiwań analityków dotyczących zysków przedsiębiorstw (+6% przez ostatnie pięć miesięcy), bez ekspansji mnożników.

Z końcem kwietnia upłynął termin możliwości rezygnacji z automatycznego zapisu do Pracowniczych Planów Kapitałowych. Z opublikowanych przez PFR danych wynika, że partycypacja w systemie zwiększyła się o 9p.p., co z kolei powinno przełożyć się, według szacunków analityków, na ~1,8-2,4mld większe napływy do tych funduszy. Gros tych środków (ok. 45%) trafi na GPW.


Wszystko wskazuje na to, że szczyt inflacji jest już za nami i w kolejnych miesiącach będziemy obserwowali wolniejsze tempo wzrostu cen. Procesy dezinflacyjne są na razie pochodną przede wszystkim taniejącej energii na europejskich rynkach, umacniającego się Złotego, oraz mniejszej presji na podwyżki surowców i w konsekwencji produktów przemysłowych. Inflacja bazowa wciąż utrzymuje się na dwucyfrowym poziomie, dlatego droga do celu NBP może być dłuższa niż oczekiwano, co stanowi pewne ryzyko dla wzrostu gospodarczego w średnim okresie.

Nie należy zapominać o wciąż trwającym konflikcie po agresji Rosji na Ukrainę. Jego wpływ na zmienność i notowania polskich akcji może być ograniczona, o ile nie dojdzie do dramatycznej eskalacji. Podobnie było w przypadku wybuchu epidemii Covid-19. Pierwsze reakcje inwestorów były bardzo gwałtowne, a giełda pozostawała pod presją przez kilka miesięcy, do czasu aż uczestnicy rynku w pełni ocenili i zdyskontowali ryzyko.



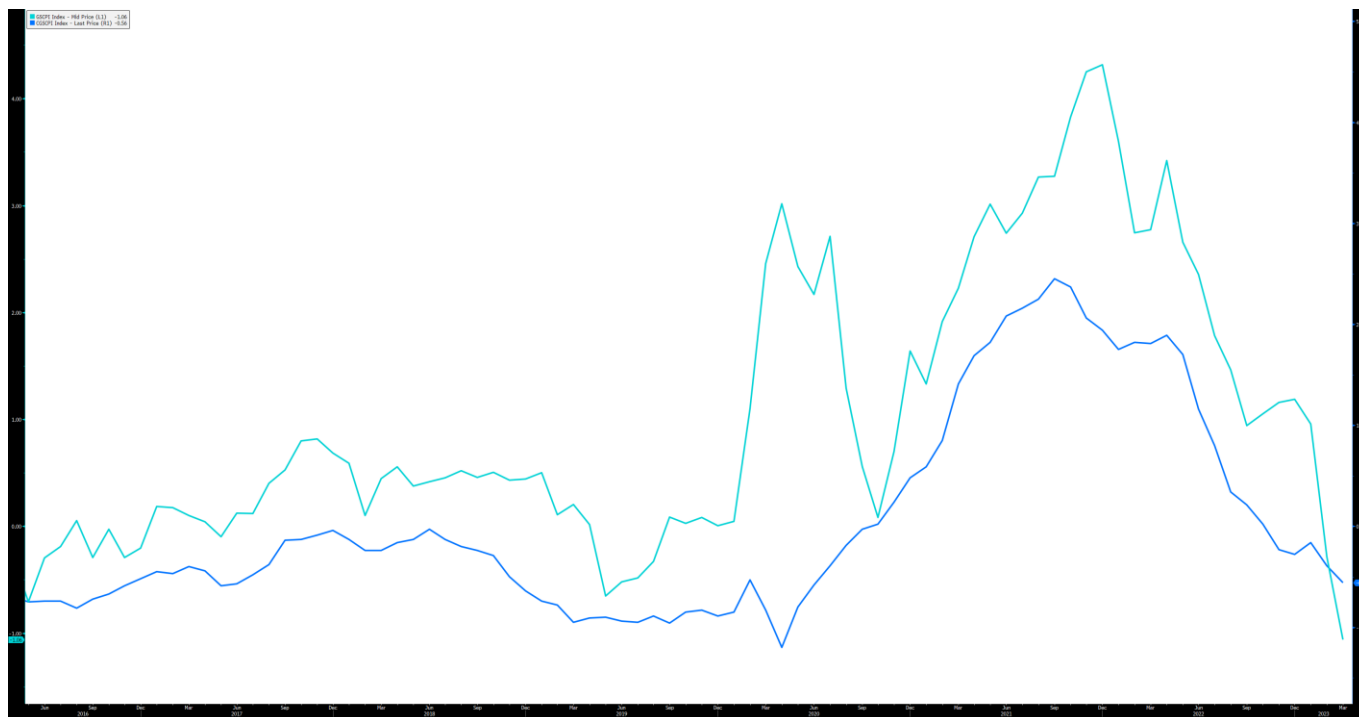
## Globalny Rynek Akcji

Kwiecień na rynkach przebiegał, w odróżnieniu od poprzednich okresów dosyć spokojnie, a wzrost zmienności przyniosła dopiero 3 dekada miesiąca wraz z rozpoczęciem publikacji wyników za I kwartał br. przez spółki oraz zbliżaniem się decyzji FOMC (3 maja). Rynki akcji miesiąc zakończyły na niewielkich plusach, przy czym jest to złudna statystyka, gdyż na bardziej szczegółowym poziomie obserwowaliśmy znaczne zróżnicowanie stóp zwrotu. Nadal relatywną niemoc wykazują małe spółki, które zanotowały (MSCI World Small Cap) trzeci z rzędu spadkowy miesiąc. Preferowanie przez inwestorów dużych spółek, zwłaszcza megacapów technologicznych, wespół z dołkiem oczekiwań wynikowych oraz końcem cyklu podwyżek stóp procentowych może zwiastować rozpoczęciem nowego cyklu na rynkach akcji. Trzymając się historycznych analogii, taka dysproporcja w zachowaniu poszczególnych segmentów jest nie do utrzymania w dłuższym terminie i małe oraz średnie spółki powinny także odczuć poprawę. W szerokim obrazie rynkowym warto wyróżnić także spadek zmienności na rynku akcji, obrazowany indeksem VIX (-15,61% w kwietniu), który w kwietniu spadł do poziomu najniższego od ok. półtora roku, czyli od listopada 2021 r. Na rynkach długu mieliśmy spokojniejszy okres, a amerykańska krzywa dochodowości ustabilizowała się na poziomie odwrócenia (10Y – 2Y) przy ok. – 50 pkt, a 10-letnie obligacje rządowe USA przez większość kwietnia utrzymywały rentowność poniżej 3,5%. Z pozytywów na pewno warto wyróżnić dalszy wzrost cen metali szlachetnych (złoto +1,05%, srebro +3,96%, platyna +8,35%).

KLASA AKTYWÓW	INDEKS	1M	 YTD	3M	6M	12M	24M	36M
AKCJE	MSCI World Value	1,69%	1,94%	-2,50%	6,23%	-0,71%	-1,06%	35,90%
	MSCI World	1,59%	8,96%	1,83%	11,31%	1,44%	-3,50%	38,15%
	MSCI World Growth	1,50%	16,58%	6,30%	16,59%	3,17%	-7,20%	37,42%
	MSCI World Small Cap	-0,27%	3,56%	-5,18%	5,89%	-3,49%	-16,40%	37,20%
	MSCI Emerging Markets	-1,34%	2,16%	-5,28%	15,20%	-9,21%	-27,50%	5,63%
	Indeks VIX	-15,61%	-27,18%	-18,66%	-39,03%	-52,75%	-15,21%	-53,79%
FX I SUROWCE	Złoto spot	1,05%	9,10%	3,20%	21,82%	4,91%	12,48%	18,00%
	Bloomberg Dollar Spot Index	-0,28%	-1,59%	0,30%	-8,05%	-1,46%	8,27%	-1,26%
	Ropa Brent	-0,29%	-7,41%	-5,86%	-16,12%	-27,25%	18,28%	214,76%
	Bloomberg Commodity Index	-1,13%	-7,53%	-6,70%	-7,98%	-19,44%	15,44%	71,29%
	EURPLN	-2,02%	-2,13%	-2,62%	-2,80%	-2,12%	0,61%	0,85%
DŁUG	Bloomberg Global High Yield Index	0,64%	3,80%	-0,36%	9,72%	0,71%	-9,33%	10,43%
	Bloomberg Global Aggregate Index	0,44%	3,46%	0,17%	8,92%	-2,31%	-14,65%	-11,28%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

W odniesieniu do kolejnych działań Fed, w momencie tworzenia komentarza mamy już majową decyzję o podwyżce o kolejne 25 pb do przedziału 5%-5,25%. Obecne oczekiwania rynkowe zakładają brak dalszych podwyżek tj. 99% prawdopodobieństwo, że na czerwcowym posiedzeniu obecny poziom stóp zostanie utrzymany, a pierwszą obniżkę (52% prawdopodobieństwo) zobaczymy potencjalnie już w lipcu. W naszej ocenie obniżka już w lipcu jest scenariuszem mniejszego prawdopodobieństwa i zakładamy, że na obniżkę poczekamy do września. Wskaźniki inflacji niewątpliwie mocno się obniżyły w ostatnich miesiącach, a kluczowy w optyce Fed rynek pracy zaczął wykazywać oznaki zadyszki i spowolnienia. W strukturze amerykańskiej dynamiki CPI za marzec zobaczyliśmy ujemną kontrybucję cen paliw (-0,5 pp), ale co ważniejsze, był to kolejny miesiąc z kontrybucją cen usług na poziomie ok. 4%, co wskazuje, iż „efekty drugiej rundy” mogą mieć ograniczony wpływ na poziom cen usług. Współ z postępującymi zwolnieniami oraz redukcją wakatów powinno to ograniczać presję płacową, czego mocno obawiał się Fed. Ewentualne przyspieszenie tych trendów w danych za II kw. może w istocie skłonić Fed do bardziej gołębiej postawy niż my zakładamy. Na koniec warto dodać jeszcze o nieco zapomnianej kwestii, a będącej w centrum uwagi jeszcze w zeszłym roku tj. zapchanych globalnych łańcuchach dostaw. Na poniższym wykresie widzimy 2 indeksy mierzące presję na globalne łańcuchy dostaw (niebieska linia – autorstwa NY Fed, zielona linia – autorstwa Citibanku), które wskazują, że sytuacja uległa normalizacji, co jest także ważnym czynnikiem dezinflacyjnym.



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Z początkiem maja raporty wynikowe za I kw. zdążyło pokazać ponad 70% spółek z indeksu S&P 500. W relacji do oczekiwań rynkowych, dominuje kolor zielony tj. znaczącej większości spółek udało się pokonać konsensus rynkowy zarówno na poziomie przychodów, jak i zysków netto. Na poziomie zagregowanym spółki zaraportowały przychody lepsze o ok. 2,7%, podczas gdy zyski netto o ponad 7%. Co ważne, lepsze przychody pokazały spółki ze wszystkich sektorów, przy czym najmocniej wyróżnili się reprezentanci ochrony zdrowia, konsumpcji oraz spółki użyteczności publicznej. W naszej ocenie tak pozytywny obraz jest w pewnym stopniu wynikiem istotnego obniżenia oczekiwań rynkowych po fali bardzo konserwatywnych prognoz publikowanych przez spółki w I kw. Mówiąc wprost, poprzeczka nie była ustawiona zbyt wysoko, więc wielu spółkom matematycznie udało się pobić konsensus. Z drugiej strony, znacząca większość spółek pozostaje ostrożna i konserwatywna w komunikowaniu prognoz i oczekiwań w zakresie wyników w dalszej części roku, a przypadki podniesienia prognoz wynikowych należą do chlubnych wyjątków. Na koniec warto dodać, iż wiele zarządów potwierdza wnioski z powyższego wykresu, co oznacza iż faktycznie sytuacja w łańcuchach dostaw ulega stopniowej poprawie i normalizacji, co w kolejnych kwartałach będzie uwidoczniło w większej stabilności raportowanych wyników.

INDEKSY (28.04.2023)	1M	YTD	↑ 3M	6M	12M	24M	36M
NASDAQ Composite	0,04%	16,82%	5,54%	15,34%	-0,88%	12,43%	37,54%
DAX	1,88%	14,36%	5,25%	9,01%	12,94%	5,20%	46,59%
Nikkei 225	2,91%	10,58%	5,60%	2,96%	7,48%	0,15%	42,90%
STOXX 600 Europe	1,92%	9,83%	2,96%	1,40%	3,61%	6,69%	37,23%
WIG	7,40%	9,55%	2,71%	-4,49%	8,99%	3,52%	36,50%
S&P 500	1,46%	8,59%	2,28%	-9,41%	0,91%	-0,28%	43,16%
Dow Jones Industrial Average	2,48%	2,87%	0,04%	-3,21%	3,40%	0,66%	40,06%
MSCI Emerging Markets	-1,34%	2,16%	-5,28%	14,99%	-9,21%	27,50%	5,63%

Russell 2000

-1,86% 0,44% -8,43% - 15,40% -5,10% - 21,95% 34,97%

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 jakiegokolwiek 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, a także inne informacje o funduszach inwestycyjnych otwartych lub specjalistycznych funduszach inwestycyjnych otwartych zarządzanych przez IPOPEMA TFI S.A. zawarte są w prospektach informacyjnych oraz w treści kluczowych informacji dla inwestorów, dostępnych w siedzibie IPOPEMA TFI S.A. oraz na stronie internetowej [www.ipopematfi.pl](http://www.ipopematfi.pl) oraz u Dystrybutorów. Ilekroć w materiałach jest mowa o subfunduszach oznacza to subfundusze wydzielone w ramach IPOPEMA Specjalistycznego Funduszu Inwestycyjnego Otwartego. W przypadku funduszy inwestycyjnych zamkniętych, informacje o funduszu i zasadach uczestnictwa w funduszu, prowadzonej przez niego polityce inwestycyjnej, emisji, czynnikach ryzyka, kosztach i opłatach, a także inne informacje istotne dla inwestorów, w tym streszczenie praw inwestorów, zawarte są w warunkach emisji albo w prospekcie emisyjnym, a także w treści kluczowych informacji dla inwestorów. O ile inaczej wyraźnie nie zastrzeżono w treści informacji dotyczącej określonego funduszu inwestycyjnego, informacja dotycząca funduszu nie jest i nie może być traktowana jako proponowanie nabycia certyfikatów inwestycyjnych tego funduszu ani proponowanie złożenia zapisu na certyfikaty inwestycyjne tego funduszu.

IPOPEMA TFI S.A. nie gwarantuje osiągnięcia celów inwestycyjnych funduszy lub subfunduszy ani uzyskania podobnych wyników w przyszłości. Inwestycje w fundusze obarczone są ryzykiem inwestycyjnym, a uczestnik musi liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części zainwestowanych środków. Indywidualna stopa zwrotu z inwestycji nie jest tożsama z wynikami inwestycyjnymi danego funduszu i jest uzależniona od wartości jednostki uczestnictwa lub certyfikatu inwestycyjnego w momencie ich zbycia i odkupienia przez fundusz oraz od poziomu pobranych opłat manipulacyjnych i zapłaconego podatku bezpośrednio obciążającego dochód z inwestycji w fundusz, w szczególności podatku od dochodów kapitałowych.

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 i FIZ.**