



Rynek długu

Sierpień przyniósł korektę rekordowych wzrostów cen polskich obligacji skarbowych obserwowanych w lipcu. Indeks TBSP Poland odnotował stratę rzędu 1,66%, a krzywa obligacyjna zniwelowała poziom odwrócenia z -115 p.b do -85 p.b. Polskie papiery pozostawały pod silną presją wzrostów rentowności na rynkach bazowych. Szef FOMC, na sierpniowym symposium w Jackson Hole, rozwiał wszelkie wątpliwości dotyczące determinacji FED w walce z inflacją. Powell wręcz ostrzegł, przywołując historyczne doświadczenia na tym polu, że przedwczesne luzowanie polityki pieniężnej w takich przypadkach okazywało się być brzemiennie w skutkach. Pogłębiający się dysparytet rynkowych stóp procentowych pomiędzy USA a Eurozoną doprowadził ostatecznie w sierpniu do przełamania parytetu pomiędzy obiema walutami. Oprócz globalnych tendencji, wycenom polskiego długu nie sprzyjały krajowa dane, w szczególności te inflacyjne. Wbrew oczekiwaniom ekonomistów, wskaźnik inflacji konsumenckiej nie odwrócił wzrostowej tendencji w sierpniu, a wyraźnie przebił oczekiwania odnotowując roczną dynamikę na poziomie 16,1% (oczekiwano 15,4% r/r). Również dynamika płac w gospodarce zaskoczyła po wyższej stronie niż konsensus (15,8% r/r, oczekiwano 13,2% r/r). Sprzedaż detaliczna w sierpniu realnie wzrosła zaledwie 2% r/r, natomiast produkcja przemysłowa miesiąc do miesiąca odnotowała dotkliwy spadek rzędu 6.5%. Gwałtowne hamowanie rodzimej gospodarki znalazło odzwierciedlenie w danych o dynamice PKB za drugi kwartał 2022. Ostateczny odczyt na poziomie -2,1% kw/kw oraz historycznie niskie odczytu indeksu PMI (40,9) będą bardzo ważnym argumentem na najbliższym, wrześniowym posiedzeniu RPP.

W całym miesiącu rentowność 10-letniej obligacji skarbowej wzrosła z 5,52%, do 6,13%, 5-latkę z 5,94% do 6,66%, a rentowność dwulatki z 6,67% do 6,99%. Na głównych rynkach długu rentowności niemieckich 10-letnich wzrosły z 0,81% do 1,54%, a amerykańskich z 2,63% do 3,12%.



Rynek akcji polskich

W drugiej połowie wakacji na rynek powróciły negatywne nastroje. WIG20 zanurkował w sierpniu aż o 10,5%. Najmocniej spadały spółki surowcowe z uwagi na oczekiwania co do nadzwyczajnych podatków, tzw windfall tax oraz zbliżające się spowolnienie gospodarcze. Przed spadkami nie obroniły się także „zbite” już wyceny sektora bankowego. Ponadto pomimo utrzymującego się wysokiego popytu konsumenckiego, przeceniły się także spółki konsumenckie. Silnego konsumenta widać przede wszystkim w segmencie dóbr podstawowych. Grupa DINO Polska zaraportowała rekordowo wysoki wzrost sprzedaży na sklepach porównywalnych, tzw LFL na poziomie 29,8%. Trzeba tu zaznaczyć, iż wynik ten nie był napędzany jedynie drożącymi cenami koszyka dóbr, lecz także rosnącym wolumenem sprzedaży. Do tej pory Polacy kupowali dużo, ale w 2Q sklepy DINO sprzedały jeszcze więcej produktów. Szalejąca dwucyfrowa inflacja zmusiła zapewne część konsumentów do poszukiwania tańszych alternatyw i przesunięcie zakupów do tańszych sieci dyskontowych. Sprzedaż w tych sklepach wspierali także ukraińscy uchodźcy. Popularność tańszych kanałów zakupowych można było zauważyć także wczytując się we wstępne wyniki sprzedaży spółki Allegro. Spółka pochwaliła się bardzo dobrym ponad 20% wzrostem wartości GMV

w lipcu. Widmo spowolnienia gospodarczego jest coraz bliższe. Póki co jednak spółkom detalicznym dość łatwo udaje się przekładać (jeżeli nie w całości to w znacznej części) wzrost kosztów na klientów bez ryzyka spadku popytu z ich strony.

W sierpniu czerwony kolor świecił na wszystkich europejskich giełdach (DAX -4,8%, CAC -5%, FTSE -1%). Takie same nastroje panowały na rynku amerykańskim (NASDAQ 100 -5,11%, SPX -4%).

Pomimo zaskakująco dobrej kondycji polskich przedsiębiorstw względem rynków zachodnich, giełda polska, z dwucyfrowymi spadkami, była najsłabszym ogniwem światowej układanki inwestorów. Słabość polskiego parkietu i ograniczone zainteresowanie inwestorów zagranicznych polskimi akcjami wynikała z kilku czynników, m.in. położeniem geograficznym, czyli sąsiedztwem terenów wojennych, antyeuropejską politykę PiS – ryzyko niewypłacenia środków z KPO, czy dużym udziałem w indeksie WIG20 spółek zagrożonych windfall tax.



Globalny Rynek Akcji

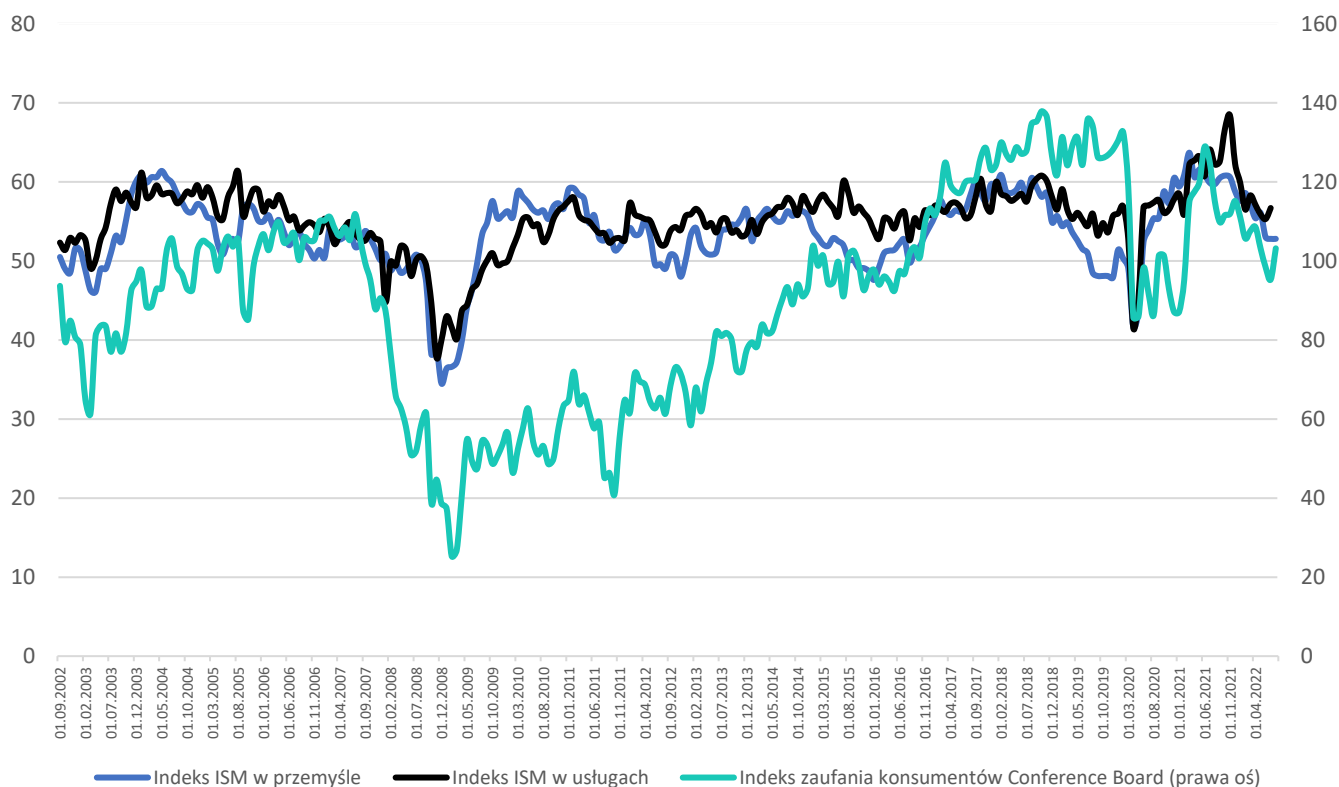
Sierpień okazał się miesiącem korekcyjnym, a spadki przyspieszyły w samej końcówce po przemówieniu Jerome'a Powella na corocznym sympozjum w Jackson Hole. Głównym czynnikiem ryzyka dla wzrostów na rynku akcji w średnim terminie pozostawało nastawienie Fed w walce z inflacją i konsekwencje dla dalszego podnoszenia stóp procentowych w US. Przemówienie przewodniczącego Powella zostało odczytane jako mocno jastrzębie i wywołało przecenę aktywów ryzykownych, a zwłaszcza na rynkach akcji. W szerszym ujęciu rynki wróciły do sprawdzonego schematu i jedynym wygranym w sierpniu był dolar amerykański. Przy takim zwrocie sentymentu rynki obligacji w naturalny sposób wróciły do spadków i indeks Bloomberg Global Aggregate zaliczył spadek o niemal 4%, co w trwającej od przeszło 1,5 roku bessie na tym rynku jest drugim najgorszym wynikiem miesięcznym. Rentowność amerykańskich 10-latek w ciągu miesiąca wzrosła o ponad 50 pb do 3,20%, czyli nieznacznie poniżej czerwcowego maksimum. Na tym tle spadek NASDAQ100 o ponad 5% w sierpniu wygląda umiarkowanie w porównaniu do sytuacji z I półrocza, gdy znacznie mniejsze wzrosty rentowności generowały paniczną wyprzedź spółek technologicznych.

KLASA AKTYWÓW	INDEKS	YTD	↑ IM	3M	6M	12M	36M
AKCJE	Indeks VIX	50,23%	21,28%	-1,22%	-14,20%	56,98%	38,09%
	MSCI Emerging Markets	-19,31%	0,03%	-7,75%	-15,13%	-24,04%	0,74%
	MSCI World Value	-12,44%	-3,30%	-8,10%	-9,59%	-9,57%	13,29%
	MSCI World Small Cap	-19,14%	-3,39%	-5,32%	-12,61%	-20,24%	19,33%
	MSCI World	-18,70%	-4,33%	-5,86%	-11,77%	-16,36%	24,80%
	MSCI World Growth	-25,20%	-5,37%	-3,46%	-14,46%	-23,42%	33,50%
SUROWCE FX I	Bloomberg Dollar Spot Index	10,41%	2,24%	5,61%	9,75%	12,98%	6,35%
	Bloomberg Commodity Index	22,66%	-0,15%	-7,39%	6,19%	26,73%	63,11%
	EURPLN	2,93%	-0,37%	3,02%	0,44%	4,36%	8,13%
	Złoto spot	-6,46%	-3,11%	-6,87%	-10,37%	-5,66%	14,25%
	Ropa Brent	24,06%	-12,29%	-21,45%	-4,46%	32,20%	73,90%
DŁU G	Bloomberg Global High Yield Index	-14,81%	-1,51%	-5,24%	-10,45%	-16,35%	-3,31%
	Bloomberg Global Aggregate Index	-15,55%	-3,95%	-5,05%	-12,75%	-17,61%	-12,25%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Rynki alergicznie zareagowały na wystąpienie Powella i deklaracje bezwzględnej walki z inflacją, nawet jeśli ceną będzie wywołanie recesji. Warto zauważyć, że przy obecnym poziomie dynamiki inflacji członkowie FOMC w zasadzie muszą trzymać jastrzębi ton, aby utrzymywać oczekiwania inflacyjne zakotwiczone znacznie poniżej

bieżącego poziomu inflacji. Ponadto, nie da się ukryć, że członkowie FOMC mają duży komfort przy wygłaszaniu jastrzębich komentarzy, gdyż wciąż niezwykle mocny jest amerykański rynek pracy i stopą bezrobocia na poziomie 3,6%, a miesięczny przyrost zatrudnienia w sektorach pozarolniczych w tym roku wciąż pokazuje odczyty powyżej 300 tys. osób. Do tego warto dodać sierpniowe odbicie wskaźnika zaufania konsumentów Conference Board (103,2 pkt vs 95,3 pkt poprzednio) oraz fakt, iż kluczowy wskaźnik aktywności w przemyśle, tj. indeks ISM, wciąż utrzymuje się bezpiecznie powyżej 50 pkt. Scenariusz recesyjny jest faktem, lecz podkreślamy ponownie, iż każda recesja ma inne przyczyny, inny przebieg oraz głębokość. Dane, które otrzymujemy z amerykańskiej gospodarki wskazują na krótką i płytką recesję, szczególnie iż w kolejnych miesiącach dynamika inflacji będzie się obniżać z powodu znacznego spadku cen surowców, a także efektów bazowych z poprzednich okresów. Podsumowując, w naszej ocenie po wystąpieniu Powella w Jackson Hole korekta na rynkach akcji jest uzasadniona, ale z drugiej strony istotnie zmalało ryzyko dalszej eskalacji jastrzębiej retoryki. Jerome Powell zadeklarował walkę z inflacją w zasadzie za każdą cenę, więc coś bardziej jastrzębiego może powiedzieć? Naszym zdaniem, jeśli nie zobaczymy istotnego pogorszenia wskaźników koniunktury, a dynamika inflacji stopniowo będzie się obniżać, to zupełnie realny jest powrót lepszej koniunktury na rynki akcji w IV kw., szczególnie, że wyniki amerykańskich spółek za II kw. w przeważającej części nie rozczarowały.



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Spółki z indeksu S&P 500 per saldo zaraportowały przychody i zyski netto lepsze od oczekiwań o odpowiednio 2,61% oraz 4,05%. Największe pozytywne zaskoczenia miały miejsce w sektorze paliwowym oraz spółek użyteczności publicznej, natomiast jako jedyny rozczarował segment spółek zajmujących się usługami komunikacyjnymi. Sektor technologiczny nie dostarczył wielu pozytywów, gdyż przychody per saldo okazały się lepsze tylko o 0,11%, podczas gdy zyski netto o 1,85%, a spółki w wielu przypadkach raportowały przede wszystkim negatywny wpływ silnego dolara amerykańskiego na wyniki oraz wydłużone cykle sprzedażowe z uwagi na niepewność i cięcia w budżetach IT, w przypadku spółek z obszaru oprogramowania. Pozytywnie wyróżnił się sektor

ochrony zdrowia, gdzie przychody okazały się wyższe od konsensusów o 2,76%, a zyski netto o 7,04%. Skala obniżenia prognoz całorocznych była niewielka, natomiast znacząca większość spółek potwierdziła całoroczne projekcje wyników, lecz trzeba przyznać, iż często ton wypowiedzi członków zarządów w spółkach technologicznych podczas prezentacji wyników był konserwatywny. Wydaje się dość naturalnym, iż przy tak niepewnym otoczeniu gospodarczym nikt nie chce wychodzić przed szereg i rysować bardziej optymistycznego scenariusza. Jeśli takowy będzie miał miejsce, to rynek i tak będzie potrafił takie zaskoczenie odpowiednio wycenić, co w sierpniu miało miejsce chociażby w przypadku spółki Snowflake.

INDEKSY (31.08.2022)	YTD	↑ 1M	3M	6M	12M	36M
Nikkei 225	-2,43%	1,04%	2,98%	5,90%	0,01%	35,68%
MSCI Emerging Markets	-19,31%	0,03%	-7,75%	-15,13%	-24,04%	0,99%
Russell 2000	-17,87%	-2,18%	-1,07%	-9,96%	-18,90%	23,37%
Dow Jones Industrial Average	-13,29%	-4,06%	-4,49%	-7,03%	-10,89%	19,34%
S&P 500	-17,02%	-4,24%	-4,29%	-9,58%	-12,55%	35,15%
DAX	-19,20%	-4,81%	-10,80%	-11,24%	-18,95%	7,50%
NASDAQ100	-24,80%	-5,22%	-2,93%	-13,81%	-21,24%	59,56%
STOXX 600 Europe	-14,90%	-5,29%	-6,37%	-8,38%	-11,84%	9,39%
WIG	-27,59%	-8,79%	-12,64%	-17,94%	-29,26%	-11,57%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Podsumowując, czekają nas zapewne kolejne chwiejne i niepewne miesiące, lecz nie zmieniając zdania uważamy, że rynek akcji wycenił z nawiązką pogorszenie koniunktury, a wyniki spółek za II kw., który już był recesyjny, nie wskazują na scenariusz gwałtownej i głębokiej erozji wynikowej. Staramy się to mocno akcentować, gdyż przypominamy, że w długim terminie to właśnie wyniki spółek determinują poziom wycen. Oczywiście, recesja generalnie nie omija nikogo, lecz rzadko dotyka wszystkich w tym samym stopniu, a niektórych sektorów nie dotyka praktycznie wcale, czego przykładem w tym roku są spółki z obszaru odnawialnych źródeł energii i czystych technologii ze spółką Enphase Energy na czele. Spółka ta 2-krotnie pokazała lepsze od oczekiwań wyniki i sierpień zakończyła stopą zwrotu powyżej 50% od początku roku. Z kolei na przeciwnym biegunie znajdują się polskie akcje, gdzie fatalne zachowanie segmentu dużych spółek sprowadziło indeks WIG20 do roli najgorszego rynku akcji na świecie w tym roku.



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, 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.