



## Rynek długu

Po dobrym marcu i kwietniu, w których polskie obligacje zyskiwały, w maju rentowności nieco wzrosły. Obligacje dwuletnie odnotowały zmianę z 5,84% na 5,91%, pięcioletnie z 5,87% na 5,94%, a dziesięcioletnie z 5,88 % na 6,02%.

Niewątpliwie udział w tym mieli polscy politycy. Podczas konferencji programowej PiS ogłoszona została zmiana wysokości świadczenia 500 plus do 800, wprowadzenie bezpłatnych leków dla seniorów i dzieci i młodzieży oraz zniesienie opłat za korzystanie z autostrad. Łączny, szacunkowy koszt wprowadzonych zmian od 2024 wynosi 07-09% PKB, co z kolei oznacza wysokie potrzeby pożyczkowe w nadchodzącym roku. Perspektywa zwiększonej podaży obligacji na rynku pierwotnym pchnęła ceny w dół.

W maju odbyły się dwa przetargi obligacji skarbowych. Na pierwszym z nich MF sprzedało cztery serie obligacji za 3,4 mld PLN i odkupiło trzy serie papierów za 3,6 mld PLN. Na drugim przetargu sprzedane zostały obligacje za 7,4 mld PLN, przy popycie 8,2 mld PLN. Największy udział miały obligacje 5-letnie. Po aukcjach w maju stopień finansowania potrzeb pożyczkowych w tym roku wyniósł 85%.

Bank BGK sprzedał cztery serie obligacji FPC za 2,16 mld PLN, przy popycie 4,55 mld, największy udział w sprzedaży miały papiery z terminem wykupu czerwiec 2031. Bank przeprowadził również w maju pierwszą emisję obligacji na rynku amerykańskim i japońskim.

Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła stóp procentowych - 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 zależać od kształtowania się CPI i PKB. Prezes Glapiński poinformował, że założenia makroekonomiczne banku centralnego realizują się w całości. Jakkolwiek dojdzie do górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego (3,5%) zajmie Radzie jeszcze około dwa lata.

Cykl podwyżek stóp procentowych powoli dobiega końca. Główne banki centralne – amerykański FED i europejski ECB na swoich ostatnich posiedzeniach podniosły stopy procentowe o 25 punktów bazowych windując koszt pieniądza do poziomów nie widzianych od lat (odpowiednio do 5,25% i 3,75%). I choć bankierzy zapowiadają, że w kwestii podwyżek nie powiedzieli jeszcze ostatniego słowa, inwestorzy w najlepsze dyskontują luzowanie warunków monetarnych. Świadczy o tym fakt, iż w wielu państwach dochodowości obligacji o średnich i długich terminach do wykupu pozostają znacznie poniżej oficjalnego kosztu pieniądza. W nomenklaturze rynkowej mówimy o tzw. odwróconych krzywych rentowności.

W średnim i długim terminie spodziewamy się silniejszego umocnienia się papierów dłużnych zarówno na krajowym, jak i zagranicznym rynku obligacji skarbowych. Wygląda na to, że „najgorsze” jest już za nami, a na horyzoncie rynku papierów dłużnych rozpościera się długo wyczekiwany okres łagodnej polityki pieniężnej.



## Rynek akcji polskich

Majowy performance polskiej giełdy charakteryzował kolor czerwony. WIG20 spadł o 1,5%. Wyniki MIDWIG i SWIG oscylowały w okolicach zera (-0,28% i +0,02%). Na taki wynik wpływ miały przede wszystkim ostatnie dni maja. Niskie obroty, brak kapitału zagranicznego i zawirowania w polskiej polityce, gdzie prym wiodło hasło „lex Tusk”, wywołały większe spadki. Wykluczając pojedyncze przypadki, wyprzedaż akcji widoczna była na szerokim rynku.

Analizowanie krótkiego wycinku czasowego może być jednak dość mylące. Na rynku słaba końcówka maja została całkowicie zniwelowana przez dobry początek czerwca. WIG nadal pnie się do góry. Wzrost YTD wyniósł już 14,31% (05.06.23 r).

Sezon wyników kwartalnych trwa w najlepsze. Jak w każdym sezonie były spółki, które wyróżniały się pozytywnie jak i negatywnie, lecz większość z nich opublikowała wyniki zgodne z oczekiwaniami rynkowymi.

W maju performance spółek detalicznych wspierany był przez obietnice wyborcze ogłoszone przez partię rządzącą PiS. Zaproponowano waloryzację programu 500+ do 800 zł, bezpłatne leki dla dzieci i młodzieży oraz zniesienie opłat dla samochodów osobowych za korzystanie z autostrad zarówno państwowych jak i prywatnych. W takim kształcie nowy program PiS dałby mocny impuls dla konsumpcji w 2024 roku. Niestety większe wydatki socjalne nie będą wspierały procesów dezinflacyjnych i obniżek stóp procentowych.

Akcje Dino, głównie dzięki popytowi zagranicznemu kontynuowały swój marsz na północ przebijając ostatnie historyczne szczyty. Bardzo duże obroty notowała spółka Allegro, z której płynęło ostatnio sporo informacji. Największy polski marketplace uruchomił platformę zagranicą, w Czechach. Wprowadzono także podwyżki opłat dla merchantów oraz opublikowano wyniki za 1kw '23 i prognozę na wzrost GMV na kolejny, 2 kwartał. Wysoka aktywność inwestorów utrzymywała się nadal na akcjach LPP. Cena akcji producenta odzieży, po kwietniowym silnym wzroście, utrzymuje się w okolicach tegorocznych szczytów.

Pomimo tego, że w maju inwestorzy w Polsce są zazwyczaj mniej niż bardziej aktywni z racji długiego weekend, w całym miesiącu mieliśmy aż 3 wydarzenia typu corporate actions. Na początku maja główny akcjonariusz XTB zdecydował się na sprzedaż w ABB prawie 6% spółki. Następnie spółka ML System w ramach oferty publicznej pozyskała 58 mln zł z rynku. Pod koniec miesiąca natomiast główny akcjonariusz spółki Wittchen sprzedał 2,8 mln akcji (15,3% kapitału zakładowego).

Giełda polska kolejny już miesiąc z rzędu odznaczała się lepszymi stopami zwrotu w porównaniu z giełdami Europy Zachodniej. Najslabszym indeksem był londyński FTSE, który spadł w maju aż o 5%. Za oceanem natomiast SPX wzrósł zaledwie o 0,43%. Zdecydowanie mocniejsze były spółki notowane na Nasdaq (+5,93%). Na rynku amerykańskim uwaga inwestorów skupiała się głównie na temacie podniesienia poziomu limitu zadłużenia, co ostatecznie się udało. Informacja ta wzmocniła oczywiście apetyt na ryzykowne aktywa.



## Globalny Rynek Akcji

Miniony miesiąc globalne rynki akcji zakończyły na niewielkich minusach, przy czym tradycyjnie dynamika sektorowa przyniosła znaczne zróżnicowanie stóp zwrotu. Niewątpliwie największym wygranym jest sektor półprzewodników i producentów *chipów*, obrazowany indeksem Bloomberg World Semiconductor, który maj zamknął imponującym wzrostem o 16,71%, a od początku roku (na koniec maja) wynik wynosił +46,49%. Jest to pokłosie znaczących wzrostów wydatków na nowe moce obliczeniowe, za czym z kolei stoi gwałtowne przyspieszenie implementacji modeli i rozwiązań opartych na sztucznej inteligencji oraz uczeniu maszynowym. Z pewnością trendy te były dostrzegane w poprzednich okresach, lecz raczej mało kto spodziewał się, iż owe przyspieszenie nastąpi tak szybko i w tak spektakularny sposób. Najlepszym tego obrazem były wyniki Nvidia Corp., gdzie zarząd zdecydował o podniesieniu prognozy przychodów na II kw. do 11 mld USD, podczas gdy rynek zakładał płaską dynamikę kwartalną i przychody na poziomie ok. 7 mld USD. Bez wątplenia jest to wydarzenie bez precedensu przy spółce tak dużego kalibru, a warto dodać, że dzień później pozytywnie zaskoczyła wynikami i prognozami także spółka Marvell Technology Inc., która jest bardzo ważnym graczem na rynku centrów danych. Podsumowując, informacje z sektora półprzewodników zepchnęły na drugi plan czynniki i dane makroekonomiczne oraz inne wydarzenia na rynkach. Warto jednak zaznaczyć, iż na rynkach długu odnotowaliśmy spadki, zarówno w segmencie długu rządowego, jak i korporacyjnego, a kolejną aprecjację zanotował dolar amerykański. Są to trendy o negatywnym wydźwięku dla rynków akcji, które mogą zostać „docenione” w kolejnych tygodniach, gdy inwestorzy nie będą otrzymywać danych ze spółek, gdyż raporty za II kw. zaczną służyć dopiero w drugiej połowie lipca.

KLASA AKTYWÓW	INDEKS	↑ 1M	YTD	3M	6M	12M	24M	36M
AKCJE	Indeks VIX	13,69%	-17,21%	-13,33%	-12,83%	-31,50%	7,04%	-34,79%
	MSCI World Growth	2,28%	19,23%	10,87%	11,90%	8,10%	-4,85%	32,10%
	MSCI World	-1,25%	7,60%	3,17%	2,93%	0,34%	-5,89%	30,39%
	MSCI Emerging Markets	-1,90%	0,22%	-0,57%	-1,42%	-11,06%	-30,35%	3,03%
	MSCI World Small Cap	-3,01%	0,44%	-6,03%	-3,14%	-5,99%	-19,47%	24,45%
	MSCI World Value	-4,97%	-3,13%	-4,38%	-5,66%	-7,25%	-8,42%	26,02%
FX I SUBROWCE	Bloomberg Dollar Spot Index	1,57%	-0,04%	-0,68%	-1,87%	1,57%	11,61%	1,47%
	EURPLN	-1,28%	-3,39%	-3,79%	-3,08%	-1,22%	1,08%	1,77%
	Złoto spot	-1,37%	7,60%	7,43%	10,98%	6,82%	2,93%	13,43%
	Bloomberg Commodity Index	-6,08%	-13,16%	-7,72%	-15,59%	-25,41%	5,54%	54,19%
	Ropa Brent	-8,65%	-15,42%	-13,39%	-14,95%	-40,85%	4,82%	105,66%
DŁUG	Bloomberg Global High Yield Index	-1,15%	2,61%	0,40%	3,28%	-0,36%	-11,21%	3,86%
	Bloomberg Global Aggregate Index	-1,95%	1,44%	1,59%	1,99%	-4,48%	-17,10%	-13,40%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Wyniki spółek amerykańskich w I kw. były generalnie lepsze od oczekiwań, a w wielu przypadkach nie potwierdziły licznych obaw o mocniejsze spowolnienie dynamik wzrostu, co z kolei uzasadniło tezę, że rynek zagalopował się w dyskontowaniu wpływu spowolnienia gospodarczego, wzrostu stóp procentowych oraz inflacji na wyniki spółek. W niektórych przypadkach luka pomiędzy oczekiwaniami oraz, co za tym idzie, wycenami a momentum biznesowym okazało się na tyle duża, iż zmiany cen „dzień po” sięgały 20-30% in plus. Sektorowo, w USA na poziomie przychodów największych pozytywnych zaskoczeń dostarczyły spółki użyteczności publicznej, ochrony zdrowia oraz finansowe, czyli w dużej mierze spółki o defensywnym charakterze. Natomiast na poziomie zysków netto najmocniej wyróżniły się spółki wydobywcze, konsumpcyjne oraz przemysłowe. Tym samym, mamy tu dosyć ciekawe zjawisko, gdyż w I kw. presję kosztowa lepiej zniosły spółki o cyklicznym charakterze biznesu.

Niemniej kluczowym zwrotem w minionym sezonie wynikowym był obszar „sztucznej inteligencji”. Niewątpliwie, jest to globalny megatrend, który przenika w zasadzie wszystkie sektory i jego rola w codziennej praktyce biznesowej oraz konsumpcji prywatnej będzie rosła. Temat AI można naszym zdaniem uznać za kolejny w trwającej od przeszło 80 lat rewolucji informatycznej, po fazie upowszechnienia komputerów oraz internetu, kiedy to nakręca się ekspansja algorytmów i modeli sztucznej inteligencji. Dlatego też inwestorzy tak gwałtownie zaczęli forsować wyceny producentów chipów, gdyż bez globalnego wzrostu mocy obliczeniowych nie jest możliwa ekspansja modeli sztucznej inteligencji. Oczywiście, w tym wypadku również można spierać się o tempo rewolucji AI, lecz warto zauważyć, iż jest to rewolucja oddolna tj. wiele spółek dostrzega potrzebę algorytmizacji swoich biznesów i już implementuje różne rozwiązania, gdyż jeśli tego nie zrobią to będą sukcesywnie tracić udziały w rynku na rzecz konkurencji. Zwracamy uwagę, że ma to także kluczowe znaczenie w sektorze ochrony zdrowia, gdzie sztuczna inteligencja już wspomaga procesy odkrywania nowych leków, co na poziomie spółek pozwala wykreować oszczędności w kosztach oraz przyspieszyć w/w procesy, co finalnie będzie skutkowało budowaniem trwałych przewag konkurencyjnych.

Patrząc prospektywnie, sądzimy iż kolejne miesiące będą stały pod znakiem bardziej znormalizowanej niż w ostatnich kwartałach trajektorii budowania oczekiwań wynikowych, co powinno skutkować zmniejszeniem potencjału do zaskoczeń wynikowych na poziomie zagregowanym, natomiast na poziomie szczegółowym wciąż nie brakuje nieefektywności. W gospodarce amerykańskiej mamy w tle procesy dezinflacyjne, nieco słabszy rynek pracy oraz potencjalny szczyt w cyklu podwyżek stóp procentowych, co będzie sprzyjać wycenom na rynku akcji. Pewnym problemem pozostaje słaba szerokość rynku amerykańskiego tj. sytuacja, gdy stosunkowo wąska grupa spółek, głównie półprzewodniki oraz megacapy technologiczne, kreuje trend wzrostowy na rynku akcji. Nie bagatelizujemy tego zjawiska, lecz warto zauważyć, że początkowe fazy wielu okresów wzrostów na rynkach akcji w przeszłości cechowała niska szerokość rynku. Patrząc na indeks S&P 500, niższą szerokość rynku widzieliśmy chociażby w IV kw. 2018 r. czy też w I kw. 2016 r.

INDEKSY (31.05.2023)	↑1M	YTD	3M	6M	12M	24M	36M
Nikkei 225	7,04%	18,37%	12,54%	10,44%	13,23%	7,03%	41,18%
NASDAQ Composite	5,80%	23,59%	12,92%	12,79%	7,07%	-5,92%	36,31%
S&P 500	0,25%	8,86%	5,28%	2,44%	1,15%	-0,58%	37,30%
WIG	-1,05%	8,39%	3,50%	11,11%	8,45%	-6,03%	29,42%
Russell 2000	-1,09%	-0,66%	-7,77%	-7,26%	-6,14%	-22,89%	25,51%
DAX	-1,62%	12,50%	1,95%	8,80%	8,87%	1,58%	35,19%
MSCI Emerging Markets	-1,90%	0,22%	-0,57%	-1,42%	-11,06%	-30,35%	3,03%
STOXX 600 Europe	-3,19%	6,32%	-2,03%	2,66%	1,90%	1,12%	28,94%
Dow Jones Industrial Average	-3,49%	-0,72%	0,77%	-4,86%	-0,25%	-4,70%	29,65%

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, statucie funduszu dostępnych w siedzibie Towarzystwa oraz w treści 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.

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