



## Rynek długu

Marzec był dobrym miesiącem dla posiadaczy krajowych obligacji skarbowych. Krzywa rentowności na skutek wzrostu cen obligacji, obniżyła się na całej swojej długości. Dochodowość obligacji 2-letnich spadła z 6,26% do 6,01%, 5-letnich z 6,46% do 5,95%, a 10-letnich z 6,53% do 6,04%. Na rynkach bazowych również obserwowaliśmy silne wzrosty cen. W trakcie minionego miesiąca rentowności niemieckich obligacji 10-letnich spadły z 2,64% do 2,29%, a amerykańskich z 3,92% do 3,47%.

Ogłoszenie bankructwa przez Silicon Valey i Signature Bank w USA oraz problemy drugiego co do wielkości banku Szwajcarii Credit Suisse (przejęty ostatecznie przez UBS), wywołały nie tylko obawy o kondycję sektora bankowego, ale także sprawiły, że inwestorzy zaczęli wierzyć w rychłe zakończenia cyklu zacieśnienia polityki pieniężnej w USA i Europie. Pomimo zawirowań na rynkach finansowych EBC podniósł stopy procentowe o 50bp do poziomu 3,5%. Jednocześnie wypowiedzi Ch. Lagarde wskazują, że cykl podwyżek stóp w Europie będzie kontynuowany, choć pewne złagodzenie retoryki i uzależnienie dalszych decyzji od napływających danych mogą wskazywać, że jego koniec staje się coraz bliższy.

W ślad za EBC podążył FED i podniósł stopę procentową o 25bp, do przedziału 4,75-5,00%. W czasie konferencji Prezes FED Jerome Powell stwierdził, że przy kolejnych decyzjach w sprawie stóp procentowych FED będzie oceniał efekty obecnego zacieśnienia na rynku kredytowym, wywołanego upadkiem SVB i Signature. FED nie przewiduje w tym roku obniżek stóp procentowych, jednocześnie jeśli podwyżki stóp w drodze do osiągnięcia celu inflacyjnego będą jeszcze konieczne, to zostaną one podniesione.

Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie (6,75% referencyjna), i choć z formalnego punktu widzenia nie ogłosiła jeszcze zakończenia cyklu podwyżek, to w rzeczywistości stał się on już prawdopodobnie faktem.

Prezes Głapiński podkreślił, że RPP zacznie łagodzić politykę pieniężną kiedy dojdzie do przekonania, że inflacja będzie szybko spadała do celu. Na chwilę obecną nie jest jasne, czy do tego dojdzie już w 2023 roku czy też dopiero na początku 2024 roku. Według marcowej projekcji, roczna dynamika cen powinna znaleźć się w przedziale 10,2-13,5 % w 2023 roku i 3,9-7,5% w 2024 roku, a zbliżenie się do celu inflacyjnego lub jego osiągnięcie ma nastąpić w 2025 roku (przewidywany poziom 2,0-5,0%).

W marcu odbyły się dwa przetargi obligacji skarbowych (jeden zamiany i jeden sprzedaży). Na przetargu zamiany MF dokonało zamiany papierów za 3,7 mld PLN. Na przetargu sprzedaży uplasowano w sumie obligacje za 7,3 mld PLN, przy popycie wynoszącym 10 mld PLN. Największym popytem inwestorów cieszyły się obligacje 5 letnie o stałym kuponie. Pod koniec marca Ministerstwo Finansów dokonało wyceny 10-letnich i 30-letnich obligacji benchmarkowych nominowanych w dolarach amerykańskich o terminach wykupu odpowiednio: 4 października 2033 r. oraz 4 kwietnia 2053r. Łączna wartość nominalna nowych emisji obligacji wyniosła 5 mld USD (każda transza po

2,5 mld USD). Obligacje 10-letnie wyceniono na 140 punktów bazowych powyżej rentowności amerykańskich obligacji rządowych o terminie zapadalności 15 lutego 2033 r. Uzyskano rentowność 4,97%, przy rocznym kuponie 4,88%. Obligacje 30-letnie wyceniono na 180 punktów bazowych powyżej rentowności amerykańskich obligacji rządowych o terminie zapadalności 15 listopada 2052 r. Uzyskano rentowność 5,59%, przy rocznym kuponie 5,50%. W długim terminie jesteśmy pozytywnie nastawieni do krajowych obligacji skarbowych, zarówno tych o stałym, jak i zmiennym kuponie. Biorąc pod uwagę moment cyklu koniunkturalnego, w którym się obecnie znajdujemy, przed nami (choć być może powolny) to trwały spadek rentowności. Cykl podwyżek stóp procentowych w USA i Europie zbliża się nieubłagalnie ku końcowi. W Polsce, choć formalnie jeszcze on nie nastąpił, to trudno sobie wyobrazić dalsze podwyżki, gdy punkt kulminacyjny dynamiki inflacji mamy już za sobą. Oczywiście nie oznacza to, że kolejne miesiące przyniosą nam same dodatnie stopy zwrotu z inwestycji w obligacje, korekt nie unikniemy. Jednak na obecnym etapie gospodarki długotrwały trend spadku rentowności zaczyna być faktem i niewiele na ten moment może odwrócić te tendencje.

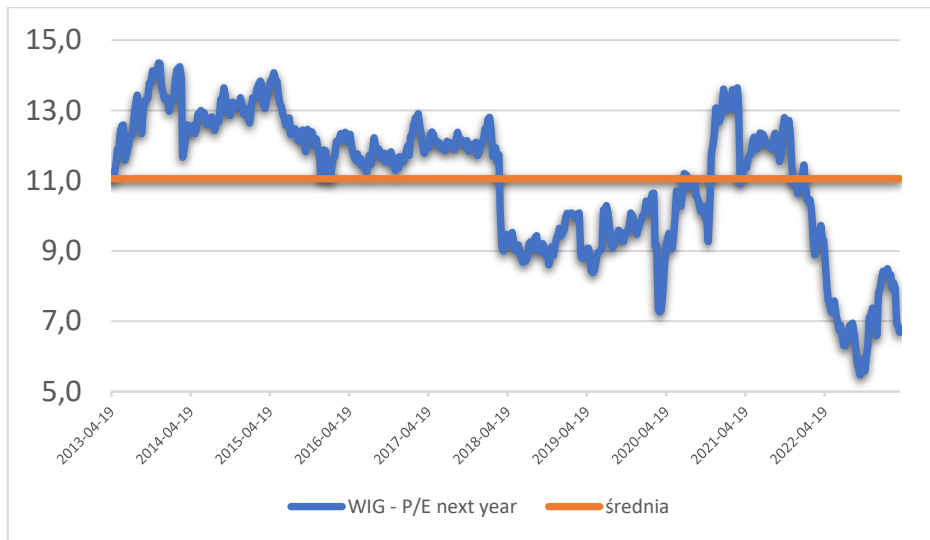


## Rynek akcji polskich

Marzec 2023 obfitował w wydarzenia wywołujące znaczne emocje na rynkach finansowych. Problemy sektora bankowego w Stanach Zjednoczonych zdołały rozlać się na Stary Kontynent przywracając niewidzianą od miesięcy zmienność cen. Zdecydowana interwencja banków centralnych pozwoliła jednak na zatrzymanie efektu domina którego obawiał się rynek. Pojawiły się nawet spekulacje, że kłopoty sektora bankowego przyspieszą zakończenie cyklu zacieśniania monetarnego w największych gospodarkach, ale późniejsze decyzje o podwyżkach stóp w strefie euro oraz USA temu zaprzeczyły.

Choć polski sektor bankowy nie jest silnie powiązany z europejskim, a tym bardziej z amerykańskim, to zmienność wlała się również na GPW. Najbardziej reaktywną częścią rynku był segment blue chips. Częściowo ze względu na duży udział sektora bankowego w indeksie WIG20, a częściowo dlatego że na największych spółkach skupia się uwaga inwestorów zagranicznych którzy podejmując decyzje alokacyjne napędzali spadki w Warszawie.

Przecena wywołana widmem szerszego kryzysu bankowego była ostatecznie na tyle płytka i krótkotrwała, że w marcu WIG stracił zaledwie 2,7%, a kontrybucja małych i średnich spółek była wręcz pozytywna (zarówno mwig40 i swig80 kończyły miesiąc na zielono). Inwestorzy mogli więc ponownie skupić swoją uwagę na kwestiach specyficznych dla lokalnego rynku gdzie szereg zagrożeń (niekończąca się saga dot. hipotecznych kredytów walutowych, uporczywa inflacja i słabnący konsument, niespokojna sytuacja geopolityczna czy zbliżający się festiwal wyborczych obietnic – by wymienić tylko kilka) przeciwstawiany jest bardzo atrakcyjnym waluacjom.



Źródło: Bloomberg, dane na dzień 06/04/2023



## Globalny Rynek Akcji

Marzec na rynkach przyniósł wstrząs w sektorze bankowym, zarówno amerykańskim jak i europejskim. W USA doszło do wydarzenia bez precedensu, gdyż na przestrzeni kilku dni upadły 2 banki: nowojorski Signature Bank oraz kalifornijski Silicon Valley Bank. Natomiast w Europie ogłoszone zostało przejęcie chwiejącego się Credit Suisse przez UBS. Wydarzenia te wywołały skokowy wzrost awersji do ryzyka na rynkach, co można było obserwować zwłaszcza na rynku obligacji, gdzie rentowność amerykańskich 10-latek jeszcze w pierwszej dekadzie miesiąca oscylowała wokół 4% by gwałtownie spaść nawet do ok. 3,30%. Równolegle nastąpiło wypłaszczenie amerykańskiej krzywej dochodowości z jej głębokiego odwrócenia mierzonego różnicą w rentowności długu 10- oraz 2- letniego. Z rekordowych ok. -110 punktów miesiąc zakończyliśmy na poziomie ok. - 55 punktów, za czym stała radykalna zmiana oczekiwań w zakresie polityki Fed. Amerykański bank centralny co prawda na marcowym posiedzeniu podniósł, zgodnie z oczekiwaniami, stopę funduszy federalnych o 25pb (do 5%), lecz inwestorzy już dyskontują, iż jest to koniec cyklu podwyżek i w III kwartale oczekują rozpoczęcia luzowania polityki monetarnej. W tym niezwykle zmiennym i obfitującym w emocje miesiącu najlepiej zachowały się akcje spółek wzrostowych, aczkolwiek ograniczone w zasadzie tylko do megacapów technologicznych, oraz metale szlachetne zyskujące kosztem słabnącego dolara.

KLASA AKTYWÓW	INDEKS	↑	1M	YTD	6M	12M	24M	36M	36M
AKCJE	MSCI World Growth		6,80%	14,86%	20,10%	10,54%	-2,88%	52,55%	48,39%
	MSCI World		2,83%	7,25%	17,35%	-8,57%	-0,72%	50,67%	28,37%
	MSCI Emerging Markets		2,73%	3,54%	13,07%	13,27%	24,78%	16,70%	26,75%
	MSCI World Value		1,06%	0,24%	14,46%	-7,39%	0,18%	45,13%	26,78%
	MSCI World Small Cap		2,85%	3,84%	14,64%	10,91%	13,01%	55,90%	21,60%
	Indeks VIX		9,66%	13,71%	40,86%	-9,05%	-3,61%	-65,07%	-4,13%
FX I SUROWCE	Złoto spot		7,79%	7,96%	18,59%	1,64%	15,32%	24,86%	3,73%
	EURPLN		0,53%	-0,12%	-3,63%	0,66%	1,01%	2,74%	8,69%
	Bloomberg Commodity Index		0,61%	-6,47%	-5,36%	15,19%	26,44%	70,57%	66,05%
	Bloomberg Dollar Spot Index		1,95%	-1,31%	-8,02%	3,23%	6,77%	-1,34%	49,56%
	Ropa Brent		4,91%	-7,15%	-9,31%	26,08%	25,54%	%	15,21%
DLUG	Bloomberg Global Aggregate Index		3,16%	3,01%	7,69%	-8,07%	13,95%	-9,94%	-1,90%
	Bloomberg Global High Yield Index		0,92%	3,15%	11,37%	-4,53%	-8,19%	14,52%	14,65%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

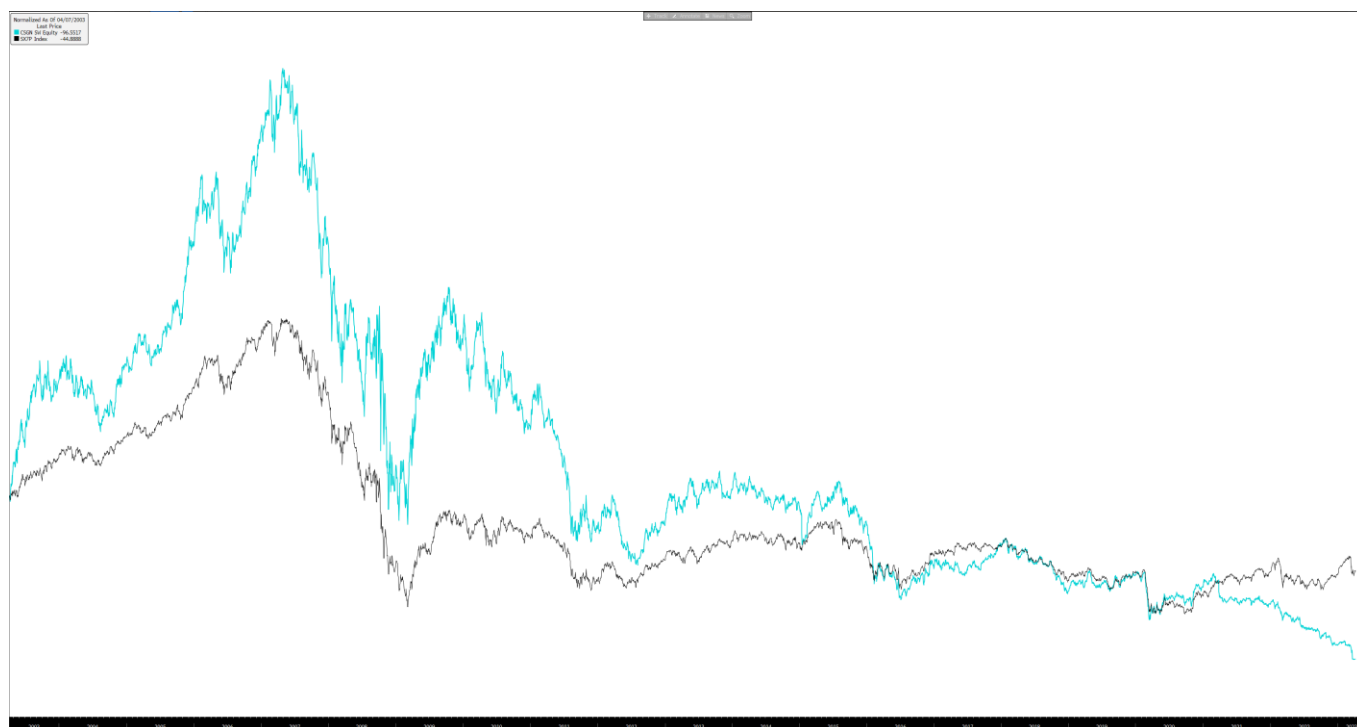
W zakresie dalszych działań Fed, więcej danych dostarczył dopiero koniec miesiąca, gdy ujrzeliśmy lepsze od oczekiwań odczyty inflacji PCE, w tym bazowej, które są kluczowe w optyce członków FOMC. W naszej ocenie rynek nieco życzeniowo założył rychły spadek stóp procentowych w wyniku kryzysu w sektorze bankowym i uważamy, że dopiero twarde dane o PCE dają Fed argument do bardziej gołębiej retoryki. Oczekujemy, że silnego gołębiego przekazu rynki nie dostaną z uwagi na nadal silny rynek pracy, tj. niską stopę bezrobocia i utrzymującą się presję płacową w amerykańskiej gospodarce. Wzrost notowań megacapów technologicznych, w połączeniu z silnym spadkiem rentowności w marcu, traktujemy jako przejaw wzrostu awersji, a nie wzrostu apetytu na ryzyko. Przypominamy, że ostatni raz tak wąska struktura wzrostu indeksu NASDAQ miała miejsce w 2021 r. Mała szerokość rynku w trakcie wzrostów rzadko bywa zdrowym objawem, więc zakładamy, że scenariuszem na kolejne miesiące jest stopniowe „nadgonienie” wzrostów przez małe i średnie spółki, które zachowały się bardzo słabo w marcu (Russell 2000 -4,98%). Z drugiej strony, historycznie nowe rynki byka zaczynają się od hossy dużych spółek, więc marzec był jednym z tych miesięcy, w których pesymiści i optymiści znajdują tyle samo argumentów.

INDEKSY (31.03.2023)	↑	1M	YTD	6M	12M	24M	36M
NASDAQ Composite		6,69%	16,77%	15,57%	-15,37%	-7,74%	58,72%
S&P 500		3,51%	7,03%	14,61%	-10,71%	3,43%	58,99%
MSCI Emerging Markets		2,73%	3,54%	13,07%	-13,84%	-24,78%	16,70%
Nikkei 225		2,17%	7,46%	8,11%	0,05%	-3,90%	48,23%
Dow Jones Industrial Average		1,89%	0,38%	15,83%	-5,55%	0,89%	51,82%
DAX		1,72%	12,25%	29,01%	7,00%	4,13%	57,30%
STOXX 600 Europe		-0,71%	7,75%	18,05%	-0,51%	6,57%	43,05%
WIG		-2,61%	1,99%	27,49%	-11,08%	0,91%	40,80%
Russell 2000		-4,98%	2,34%	8,28%	-13,80%	-18,83%	56,32%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Za poprawą koniunktury na rynku akcji z pewnością przemawiają spadki rentowności długu rządowego, perspektywa co najwyżej płytkiej i krótkiej recesji na co wskazuje wysoka odporność wyników finansowych w wielu spółkach. Wyniki amerykańskich spółek za IV kw. pokazały erozję marż w wielu spółkach „starej ekonomii”, co z kolei rzutuje negatywnie na perspektywy wzrostu przychodów w spółkach wzrostowych. W sektorze technologicznym trwał wyścig na poziom zwolnień ludzi („*reduction in force*”) oraz konserwatywne prognozy wyników na bieżący rok. W scenariuszu bazowym zakładamy, że potencjalnie pozytywne zaskoczenia wynikowe w trakcie roku wespół ze spadkiem rentowności pozwolą odblokować wzrost mnożników wyceny w sektorach technologicznym, biotechnologicznym oraz czystych technologii. Niemniej, wciąż będzie utrzymywać się podwyższona zmienność wspierana różnymi wstrząsami wtórnymi, jak marcowy kryzys bankowy, które jednak nie będą wpływać na długoterminowy kierunek trendu na rynku akcji.

Na koniec warto zaprezentować szerszą perspektywę problemów sektora bankowego w Europie, gdyż w naszej ocenie wydarzenia z marca były finalnym akordem w odysei trwającej od wielu lat. Na poniższym wykresie prezentujemy zachowanie cen akcji Credit Suisse w relacji do indeksu STOXX 600 Europe Banks Price (czarna linia), który obrazuje zachowanie akcji europejskich banków. Po pierwsze, dosyć wyraźnie widać, że inwestorzy trafnie oceniali sytuację Credit Suisse i pogarszające się wyniki od wielu lat, wszak szczyt notowań to 2007 r. Ponadto, w relacji do sektora bankowego akcje Credit Suisse (oznaczone zieloną linią na wykresie) systematycznie traciły od ok. 2 lat, także można wnioskować, że rynek akcji w stosunku do Credit Suisse wykazał się podręcznikową efektywnością i od dawna antycypował to, co wydarzyło się w marcu. Dlatego też naszym zdaniem kryzys bankowy, który w marcu zajął nagłówki wszystkich mediów jest nieporównywalny do sytuacji z lat 2007-2008 i czynienie porównań obecnej sytuacji do tamtego okresu nie ma uzasadnienia.



Źródło: Bloomberg, obliczenia 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 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.*

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