



## Rynek długu

Po dwóch miesiącach spadków, rentowności w lutym wzrosły, największą zmianę odnotowały obligacje amerykańskie z 3,91% w styczniu do 4,25% w lutym, niemieckie z 2,166% do 2,41%. Polskie papiery skarbowe również zaliczyły wzrosty, ale nie tak duże, jak papiery z głównych rynków; 10-latki z 5,19% do 5,31%, 5-latki z 4,99% do 5,19%, 2-latki z 4,83% do 4,95%.

Poza tym luty należał do spokojnych miesięcy utrzymanych w trybie oczekiwań na napływające dane makroekonomiczne. Europejski Bank Centralny odbył posiedzenie, ale bez decyzji w sprawie stóp procentowych, amerykański FED, podobnie, jak RPP pozostawił stopy bez zmian.

Przedstawiciele FED i EBC wypowiadają się w kwestii zmiany stóp w podobnym tonie i nie przekreślają szans na obniżki w tym roku. Zarówno Bank Europejski, jak i amerykański podkreślają w wypowiedziach fakt, że obniżki stóp nastąpią dopiero wtedy, kiedy proces dezinflacji będzie trwały i będzie prowadził do średnioterminowego celu na poziomie 2%.

Wypowiedzi szefa NBP Adama Glapińskiego po ostatniej konferencji utrzymane są w bardziej jastrzębim tonie. Prezes w wypowiedzi podkreślił, że jego zdaniem w RPP nie będzie większości do obniżki stóp w 2024 roku. Według niego CPI w marcu wyniesie około 2,5%, ale później nastąpi wzrost, którego skala uzależniona jest od decyzji regulacyjnych rządu. W przypadku całkowitego zniesienia tarcz antyinflacyjnych inflacja może wzrosnąć do 8% na koniec roku. Zaznaczył, że główną przesłanką dla decyzji RPP stała się teraz inflacja bazowa, która spada wolniej i jest wyższa od inflacji CPI. Marcowa projekcja NBP powie więcej o tym, co może się wydarzyć w przyszłości, ale kluczowym czynnikiem jest obecnie niepewność.

W lutym odbyły się dwa przetargi sprzedaży obligacji SP i jeden przetarg zamiany. Na pierwszej w tym roku aukcji zamiany Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje za 10,6 mld PLN i odkupiło za 10,4 mld PLN. Po aukcjach sprzedaży za łączną kwotę ok. 18,4 mld PLN, przy popycie ponad 26 mld PLN, stopień pokrycia potrzeb pożyczkowych wynosi około 43,2 %.

Pod koniec miesiąca Komisja Europejska wydała wstępną pozytywną ocenę pierwszego wniosku o wypłatę środków z KPO, co umożliwi napływ 6,3 mld EUR w ramach pierwszej transzy na początku kwietnia (2,7 mld EUR pomocy bezzwrotnej i 3,6 mld EUR pożyczek). W ocenie KE Polska spełniła warunek horyzontalny związany ze stosowaniem Karty Praw Podstawowych, co umożliwi dostęp do 76,5 mld EUR środków na lata 2021-2027 w ramach polityki spójności.



## Rynek akcji polskich

Po technicznej korekcie w styczniu tego roku rynek ochoczo wrócił do kontynuacji trendu wzrostowego, wyznaczając nowe szczyty na polskich indeksach. WIG w lutym wzrósł o 5,85%. Bardzo dobry sentyment utrzymywał się na

szerokim rynku. Rosły zarówno duże spółki (+6,06% na WIG20), jak i małe i średnie (+6,70% MIDWIG, +4,15% SWIG80). Lutowa hossa dotyczyła przede wszystkim dwóch sektorów, tj. bankowego oraz spółek detalicznych.

W lutym indeks WIGBANK wzrósł o 14,17%. Notowania banków dostały wiatru w żagle po wypowiedziach prezesa NBP Adama Glapińskiego. Wynikało z nich, że jakiegokolwiek zmiany stóp procentowych w tym roku są mało prawdopodobne. Zmieniło to więc oczekiwania rynku co do tegorocznych cięć stóp procentowych. W lutym banki otrzymały także indywidualne zalecenia KNF dotyczące wypłaty dywidendy za 2023 r. Zdecydowana większość banków będzie mogła w tym roku podzielić się z akcjonariuszami zyskami. Jest to na pewno zmiana podejścia względem ostatnich kilku lat, gdy dywidendy mogły wypłacić jedynie nieliczne banki.

Notowania spółek detalicznych mocno wspierane są oczekiwaniami na poprawę kondycji polskiego konsumenta. Zarówno odczyty sprzedaży detalicznej jak i wzrost płacy realnej pozytywnie zaskoczyły inwestorów. W styczniu sprzedaż detalicznych wzrosła o +3% r/r i była wyższa niż oczekiwania rynkowe na poziomie +1,4%. Płace realne wzrosły natomiast aż o 8,9% r/r.

Na tle całego sektora detalicznego najmocniejsze były notowania spółki LPP (+15,2%). Od końcówki 2023 roku zauważalne są zwiększone obroty na tym papierze. Można więc zakładać silniejsze zainteresowanie ze strony inwestorów zagranicznych. Na tle całego sektora negatywnie wyróżniały się natomiast notowania akcji spółki Pepco, które spadły w lutym o 9%. Przyczyniły się do tego oczekiwania na spadek przychodów porównywalnych w sklepach marki Pepco w bieżącym kwartale. Ponadto komunikat spółki o ataku phishingowym na Węgrzech, w wyniku którego utracili ok 15,5 mln euro, wzbudza obawy o prawidłową kontrolę biznesu przez zarząd spółki.

Od początku roku zauważalna jest wzmożona akcja promocyjna wśród sieci dyskontowych. Detaliczny rynek spożywczy od zawsze był bardzo konkurencyjny, ale skala walki o klienta w bieżącym okresie pomiędzy dwoma największymi sieciami detalicznymi, zdecydowanie przybrała na sile. Stawia to na pewno pod znakiem zapytania tempo odbudowywania utraconej w tamtym roku marży handlowej przez sieci detaliczne.

Prawdziwą kondycję polskiego konsumenta będziemy mogli ocenić najwcześniej po publikacji danych za marzec. Jest to o tyle istotny miesiąc, gdyż np. w branży fashion na półkach sklepowych będziemy mieli już nową kolekcję. W żywności natomiast okres zakupowy przed świętami Wielkanocnymi pozwoli wyczuć nastroje wśród konsumentów.

Wzrost wycen polskich spółek szedł w tym miesiącu w parze z rynkami zachodnimi. W lutym niemiecki DAX był na plusie +4,6%, utrzymuje się tym samym relatywne dyskonto wycenowe Polski do krajów Europy Zachodniej. Niemniej jednak dyskonto wycenowe do naszej 10 letniej średniej w znacznej części zmaterializowało już się.



## Globalny Rynek Akcji

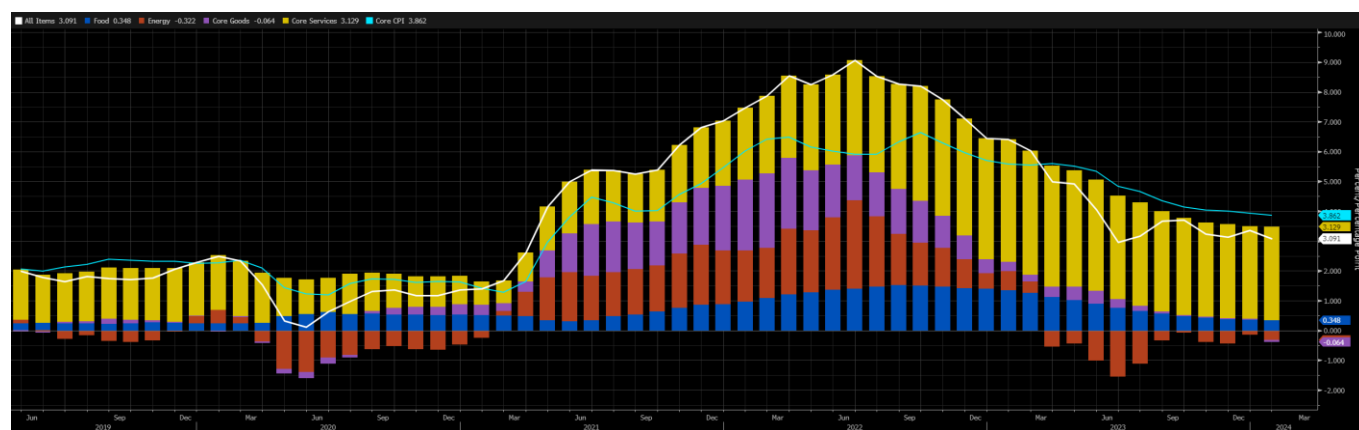
W lutym zapanował pozytywny sentyment na rynkach akcji, aczkolwiek wciąż z ponadprzeciętną zmiennością w tle. Większość głównych indeksów giełdowych zakończyła miesiąc na kilkuprocentowych „plusach”, a wyróżniły się zwłaszcza małe spółki oraz spółki o profilu wzrostowym. Trudno na bazie tak krótkiego okresu wyciągać stanowcze wnioski, lecz można pokusić się o stwierdzenie, iż hossa na rynkach akcji zaczyna dojrzewać i „rozlewać się” na niższe poziomy rynku i sektory, które do tej pory zachowywały się relatywnie gorzej z różnych powodów, przy czym

główną przyczyną zazwyczaj była wysoka wrażliwość wycen na poziom rynkowych stóp procentowych. Warto zaznaczyć, iż szeroki wzrost na rynkach akcji dokonywał się ze wzrostem rentowności amerykańskiego długu rządowego w tle, który w trakcie miesiąca osiągnął niemal 50 punktów bazowych dla 10-latek, aby miesiąc zakończyć w okolicy 4,20% (wobec 3,87% na koniec stycznia). Na rynku surowców pozytywnie wyróżniały się notowania ropy naftowej i jej pochodnych, natomiast uwagę przyciągały silne spadki cen gazu, zwłaszcza w Europie. Na rynkach metali szlachetnych „in plus” miesiąc zakończyły tylko ceny złota.

KLASA AKTYWÓW	INDEKS	↑ 1M	YTD	3M	6M	12M	24M	36M
AKCJE	MSCI World Growth	5,91%	8,14%	12,89%	15,41%	36,70%	18,10%	25,22%
	MSCI Emerging Markets	4,63%	-0,27%	3,43%	4,14%	5,91%	-12,84%	-23,77%
	MSCI World	4,11%	5,30%	10,37%	11,76%	22,94%	12,06%	22,38%
	MSCI World Small Cap	3,22%	0,32%	9,82%	6,33%	6,79%	-1,40%	-2,54%
	MSCI World Value	2,24%	2,40%	7,77%	7,97%	9,84%	4,82%	17,19%
	Indeks VIX	-6,62%	7,63%	3,72%	-1,25%	-35,27%	-55,56%	-52,06%
FX I SUROWCE	Ropa Brent	2,34%	8,54%	0,95%	-3,73%	-0,32%	-17,20%	26,45%
	Bloomberg Dollar Spot Index	0,46%	2,55%	0,39%	0,29%	-0,87%	5,36%	9,55%
	Złoto spot	0,23%	-0,91%	0,39%	5,37%	11,90%	7,09%	17,89%
	EURPLN	-0,31%	-0,61%	-0,89%	-3,54%	-8,26%	-8,18%	-4,54%
	Bloomberg Commodity Index	-1,89%	-1,97%	-5,02%	-8,80%	-8,91%	-15,59%	13,39%
DŁUG	Bloomberg Global High Yield Index	0,79%	0,60%	4,65%	7,48%	12,25%	5,28%	1,17%
	Bloomberg Global Aggregate Index	-1,26%	-2,62%	1,43%	2,19%	3,10%	-10,92%	-15,66%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

W odniesieniu do stóp procentowych, zwłaszcza tych ustalanych przez FOMC, konsensus rynkowy zakłada kilka obniżek w tym roku, lecz data pierwszej obniżki jest nadal obciążona dużą niepewnością. Na koniec lutego pierwsza obniżka prognozowana jest na czerwiec, lecz warto wspomnieć, iż jeszcze na początku roku konsensus wskazywał na marzec. Za przesunięciem oczekiwań, oprócz komunikacji członków Fed z rynkiem, stoją także odczyty danych o inflacji, które za styczeń były nieco wyższe od oczekiwań. Współgra to z naszymi założeniami, iż dezinflacja będzie postępować, ale prawdopodobnie w tempie wolniejszym niż zakładają prognozy rynkowe. Od wielu miesięcy znakomita część wzrostu poziomu cen w amerykańskiej gospodarce wynika z utrzymującej się ponadprzeciętnej dynamiki inflacji cen usług, z czym bank centralny ma spory problem przy silnym rynku pracy, a zjawisko zobrazowane jest na poniższym wykresie kontrybucji składowych do rocznej dynamiki inflacji CPI:



Źródło: Bloomberg.

Do tego oczywiście dochodzą „efekty drugiej rundy”, które są w uproszczeniu pewnym echem (m.in. żądania płacowe) skoku cen z poprzednich 3 lat. Warto dodać, że dynamika realnej płacy godzinowej w USA od wielu miesięcy utrzymuje się powyżej 4%, co jest poziomem wyższym o ok. 1,5 punktu procentowego od wieloletnich średnich. W naszej ocenie, tak wysokie wzrosty płac będzie mocno utrudniać dojście dynamiki inflacji do 2%. Ponadto, nie można zapominać o fakcie, który sam Jerome Powell wskazywał wielokrotnie jako największą bolączkę amerykańskiej gospodarki, czyli niedobór siły roboczej. W Stanach Zjednoczonych liczba wakatów przekracza 9 mln, co pomijając naturalny poziom wakatów (ok. 2,5 mln), wskazuje na głębokie niedobory „rąk do pracy”, co dodatkowo będzie utrzymywało dynamikę płac powyżej organicznego poziomu. Podsumowując, w naszej ocenie wszelkie krótkoterminowe rynkowe próby rozgrywania wczesnych lub też gwałtownych obniżek stóp będą korygowane przez dane z rynku pracy i zapewne, samych członków FOMC. Z punktu widzenia Fed równanie jest dość oczywiste: przy silnym rynku pracy i dynamice inflacji ok. 1 punkt procentowy powyżej celu, nie ma silnego bodźca do gwałtownego łagodzenia polityki pieniężnej, gdyż stwarzałoby to ryzyko rozkręcenia kolejnej fali inflacji. Niemniej, obniżki stóp (pomijając ewentualne szoki w gospodarce światowej) przez FOMC są w tym roku nieuniknione, gdyż utrzymywanie stopy funduszy federalnych powyżej 5% przy dynamice inflacji bazowej PCE poniżej 3% r/r ma słabe uzasadnienie, więc rynek „kłóci się” tylko o skalę i moment rozpoczęcia cyklu, przez co na rynkach utrzymuje się podwyższona zmienność.

W lutym mieliśmy kulminację raportów wynikowych za IV kw. oraz cały 2023 r. wraz z, w wielu przypadkach, prognozami zarządów na bieżący kwartał oraz rok. Spółki z indeksu S&P 500 generalnie pokazały lepsze wyniki od oczekiwań, zarówno na poziomie przychodów, jak i zysków netto. W pierwszym przypadku wyniki były lepsze średnio o 1,22%, podczas gdy zyski netto lepsze o 7,20%. Najslabiej wypadł sektor spółek użyteczności publicznej, gdzie obie metryki były gorsze od oczekiwań, a w dalszej kolejności sektor nieruchomości oraz paliwowy. Zdecydowanie pozytywnie wyróżnił się sektor ochrony zdrowia, gdzie przychody okazały się lepsze od konsensusu o 3,11%, a zyski netto o 8,81%. Diabeł tkwi jak zwykle w szczegółach i uwaga inwestorów koncentrowała się głównie na komunikatach zarządów odnośnie oceny bieżącej sytuacji biznesowej oraz perspektyw na kolejne kwartały. Te komunikaty zazwyczaj były głównym źródłem zmienności walorów „dzień po”. Uwagę zwraca zachowanie inwestorów w części przypadków, gdzie pomimo solidnych wyników za IV kw. ub.r., rynek alergicznie reagował na wszelkie „rysy” na prognozowanym wzroście wyników. Wydaje się, że jest to raczej efekt uzasadnienia poziomu wycen, z powodu wzrostu kursów akcji w ostatnich miesiącach, aniżeli faktyczny problem w kontekście w długoterminowej trajektorii wyników, w większości spółek. Niezmiennie silnym, zarówno wynikowo jak i wycenowo, pozostaje natomiast sektor półprzewodników, gdzie niekwestionowany lider, tj. Nvidia, ponownie pobił oczekiwania rynkowe, co zaowocowało kolejną falą wzrostów notowań w sektorze.

INDEKSY (29.02.2024)	↑ 1M	YTD	3M	6M	12M	24M	36M
Nikkei 225	7,94%	17,04%	16,96%	20,07%	42,71%	47,65%	35,21%
Russell 2000	6,12%	7,20%	13,11%	14,66%	40,47%	17,02%	21,98%
Dow Jones Industrial Average	5,85%	4,44%	10,34%	19,75%	36,16%	34,02%	43,84%
S&P 500	5,52%	1,37%	13,59%	8,17%	8,32%	0,33%	-6,64%
NASDAQ Composite	5,17%	6,84%	11,57%	13,06%	28,36%	16,51%	33,72%
MSCI Emerging Markets	4,63%	-0,27%	3,43%	4,14%	5,91%	-12,84%	-23,77%
WIG	4,58%	5,53%	9,02%	10,86%	15,05%	22,25%	28,23%
DAX	2,22%	3,47%	8,47%	12,31%	19,41%	15,06%	26,07%
STOXX 600 Europe	1,84%	3,26%	7,15%	7,95%	7,27%	9,16%	22,13%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Podsumowując, za nami kilka intensywnych tygodni na rynkach i kilka tygodni względnego spokoju, gdzie inwestorzy zapewne będą wpatrywać się w dane makroekonomiczne i komentarze bankierów centralnych. Po ponad 2 latach od szczytu poprzedniej hossy bardzo wyraźnie widoczne jest grono spółek, których model biznesowy nie zdał testu na odporność w okresie spowolnienia gospodarczego. Nasze umiarkowanie pozytywne oczekiwania nie uległy zmianie, spodziewamy się zwiększonego udziału w hossie ze strony małych i średnich spółek, lecz zwłaszcza w obszarze mniejszych podmiotów kluczem do sukcesu jest efektywna selekcja.

Wzrost wycen polskich spółek szedł w tym miesiącu w parze z rynkami zachodnimi. W lutym niemiecki DAX był na plusie +4,6%, utrzymuje się tym samym relatywne dyskonto wycenowe Polski do krajów Europy Zachodniej. Niemniej jednak dyskonto wycenowe do naszej 10 letniej średniej w znacznej części zmaterializowało już się.

## 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 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 dnia 13 września 2007 roku.*

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