



Rynek długu

Marzec przyniósł gwałtowną wyprzedzą na rynku złotego oraz polskich obligacji skarbowych. Po pierwszym szoku związanym

z rosyjską inwazją na Ukrainę, państwa Unii Europejskiej wraz ze Stanami Zjednoczonymi szybko przystąpiły do budowy wspólnego frontu dotkliwych dla Rosji sankcji, obejmujących większość sfer działalności gospodarczej, militarnej oraz finansowej, włącznie z odcięciem rosyjskich banków od systemu SWIFT. EUR PLN w drugim tygodniu marca testował poziom 5,00, ostatni raz widziany podczas kryzysu finansowego w 2008 roku. Polska krzywa obligacji skarbowych przesunęła się w górę w sektorach odpowiednio 2Y, 5Y i 10Y o odpowiednio: 150 p.b., 135 p.b oraz 110 p.b, jednocześnie pogłębiając odwrócenie w sektorze 5-10 lat z 20 p.b do 45 p.b. NBP „bronit” kursu złotego interweniując bezpośrednio na rynku walutowym, jak i poprzez wyższą od oczekiwań podwyżkę stóp procentowych. Na marcowym posiedzeniu RPP zdecydowała się podwyższyć stopę referencyjną o 75 p.b. (oczekiwano 50 p.b.) do poziomu 3,5%. Zaprezentowana po posiedzeniu projekcja inflacji zawierała bardzo „świeże” dane wsadowe odcięte na dzień 7 marca, uwzględniające skutki inwazji na Ukrainę. Projekcja inflacji CPI na 2022 uległa podwyższeniu z 5,8% r/r do 10,8% r/r, a w 2023 z 3,7% r/r na 9% r/r. W całym horyzoncie projekcji dynamika inflacji nie osiąga celu inflacyjnego NBP. Prognoza wzrostu PKB została wyraźnie obniżona z 4,95% r/r do 3% r/r. Projekcje NBP sporządzane są przy założeniu niezmiennych stóp procentowych w całym horyzoncie prognozy, natomiast oczekiwania rynkowe odnośnie docelowego poziomu stopy referencyjnej przesunęły się z 4,50% sprzed rosyjskiej inwazji do niemal 6% na koniec marca. Przy takim scenariuszu inflacja powinna wyraźniej hamować w średnim okresie, niemniej jednak pojawią się wyraźne ryzyka dla dynamiki wzrostu gospodarczego.

W całym miesiącu rentowność 10-letniej obligacji skarbowej wzrosła z 4,08%, do 5,19%, 5-latkę z 4,23% do 5,58%, a rentowność dwulatki z 3,99% do 5,49%. Na głównych rynkach długu rentowności niemieckich 10-letnich obligacji wzrosły z 0,13% do 0,55%, a amerykańskich z 1,83% do 2,34%.



Rynek akcji polskich

Miesiąc pod znakiem odrabiania wojennych strat i bardzo dobrych wyników za 4Q 2021.

Marzec przyniósł inwestorom odrabianie strat po przecenie z 24 lutego – dacie która niechlubnie zostanie już na stałe wyryta

na kartach historii. Pierwsze dwa tygodnie miesiąca upłynęły jeszcze pod znakiem podwyższonej płynności, gdzie codzienne zmiany wartości indeksów dochodziły nawet do trzech procent. Jednak w miarę pojawiających się kolejnych informacji nt. rozmów pokojowych rynek zaczął się niejako „uspokajać”, oddalając ryzyko eskalacji konfliktu na kolejne kraje regionu i stopniowo odrabiać straty.

Wsparciem dla GPW były również raportowane wyniki za ostatni kwartał 2021 roku. Choć sceptycy powiedzą, że od tego czasu jesteśmy już w kompletnie innym otoczeniu ekonomicznym warto naszym zdaniem pokusić się o przynajmniej krótką ich analizę. Według danych Bloomberg’a w 4Q 2021 sprzedaż dla spółek z WIG wzrosła o 42% r/r! (tak to nie błąd), natomiast dynamika poprawy EBITDA wyniosła aż 79% r/r (przy rozszerzeniu marży o 6 pkt proc. r/r i 2 pkt proc. kw/kw). Na bazie obserwowanych przez nas spółek średnio na jedno negatywne „wynikowe” zaskoczenie przypadły dwa

pozytywne. Jest to wynik zdecydowanie lepszy niż w 3Q 2021, kiedy bilans plusów spadł do jedynie około +20% (w stosunku do wyników poniżej oczekiwań). W naszej ocenie powyższa pozytywna tendencja może nawet zostać wzmocniona w pierwszym kwartale tego roku.

Ponadto pewnym wsparciem dla giełdy okazały się niespodziewane zmiany podatkowe. Odwrócenie negatywnych dla portfeli Polaków zmian z tytułu Polskiego „tadu” powinno zwiększyć łączny dochód rozporządzalny Polaków o około 20 mld PLN rocznie. Beneficjentami powyższego powinny być w szczególności spółki z obszaru handlu i dystrybucji dóbr podstawowych, gdzie konsument nie ma możliwości odmówienia sobie wskazanych dóbr, nawet pomimo znaczącego wzrostu cen. W otoczeniu wysokiej inflacji spółki wartościowe, takie jak spółki finansowe czy surowcowe najczęściej wykazują wysokie dynamiki poprawy wyników. I te dobre wyniki są tu i teraz, czyli mają istotny wpływ na wycenę. Są też często tym bardziej doceniane przez inwestorów, kiedy znajdujemy się w bardzo zmiennym i nieprzewidywalnym otoczeniu.

Zapewne każdego z nas cieszy, że w portfelu zostanie mu więcej środków, należy jednak pamiętać, że powyższe przekładanie się pożaru benzyną, wydaje się oczywiście z właściwym dla karykaturzystów przerysowaniem, oddawać istotę problemu i pewnej nakręcającej się spirali.

Dodatkowo do Polski trafiło około 2,4 mln uchodźców z Ukrainy. To również krótkoterminowo wpływa na podnoszenie oczekiwań inflacyjnych. W naszej ocenie stopa referencyjna wzrośnie w tym roku do 6%. Ostatecznie w marcu WIG zyskał 6,2%, a licząc od 25 lutego – 15,7%, odrabiając nawet z lekką nawiązką (+3,3%) całość strat z dnia inwazji.

Warto w tym miejscu zadać sobie pytanie, gdzie jesteśmy z wycenowego punktu widzenia i jaki risk/reward oferuje obecnie rodzimy rynek? Obecnie wskaźnik C/Z dla WIG na bazie prognozowanych wyników na kolejne 12 miesięcy wynosi 9,8x, tj. z 22% dyskontem do 10-letniej średniej (12,6x) oraz z 20% poniżej MSCI EM (12,3x, tu odpowiednio dyskonto do wskazanej średniej historycznej to jedynie 2,5%). Ponadto wskaźnik dla WIG kalkulowany jest na bazie 7-procentowego spadku skumulowanych zysków na 2022 rok (na bazie danych za cztery ostatnie kwartały notuje wartość 9,5x). Powyższe jest kompletnie

rozbieżne

z naszymi prognozami, które zakładają, że tegoroczne zyski wzrosną o kilkanaście procent... co z kolei obniżyłoby wskaźnik do poziomu 8,5x! Naszym zdaniem konsensus nie doszacowuje tegorocznych wyników i jesteśmy u progu istotnego podnoszenia prognoz przez analityków. Dodając do tego odchylenie w dół wyceny spółek, uważamy że obecny potencjał zysku do ryzyka dla polskich akcji wygląda atrakcyjnie.



Globalny Rynek Akcji

Na rynkach akcji w marcu obserwowaliśmy względną stabilizację sentymentu, aczkolwiek przy wciąż wysokiej zmienności, co podkreślone jest faktem, iż w pierwszej połowie miesiąca główne indeksy jeszcze pogłębiły minima z lutego, natomiast dzięki silnemu odreagowaniu i wzrostom w ostatnich tygodniach, finalnie cały marzec indeksy rynków akcji zdołały zakończyć „na plusach”. Prym nadal wiodły spółki surowcowe, energetyczne i paliwowe, co odbywało się wraz ze zwyżkami w zasadzie wszystkich surowców przemysłowych (Bloomberg Commodity Index +8,61%). Na osi value vs growth lepiej wypadły te drugie po przeszło 3 miesiącach silnej korekty, a kilkumiesięczne spadki sprowadziły np. wskaźniki EV/przychody wielu spółek wzrostowych do jednocyfrowych wartości. Relatywnie słabiej wypadły spółki dóbr podstawowych, finansowe oraz telekomunikacyjne. Duży ruch obserwowaliśmy także na rynku długu, gdzie rentowność amerykańskich 10-latek zwyżkowała o ponad 50 pb w marcu. Oprócz tego, chwilowo odwróciła się także amerykańska krzywa rentowności (ujemna różnica w rentowności 10- i 2-latek), co szerzej omówimy w dalszej części komentarza.

SUBINDEKSY MSCI WORLD (31.03.2022, USD)	↑ YTD	1M	3M	6M	12M	36M
MSCI World Energy	29,46%	7,48%	29,46%	34,17%	45,05%	8,85%
MSCI World Materials	1,51%	4,65%	1,51%	11,49%	9,50%	45,12%
MSCI World Utilities	0,75%	5,00%	0,75%	11,55%	8,04%	20,18%
MSCI World Financials	-2,05%	0,26%	-2,05%	1,16%	8,83%	31,90%
MSCI World Health Care	-3,81%	4,53%	-3,81%	3,59%	13,51%	43,76%
MSCI World Consumer Staples	-3,99%	-0,05%	-3,99%	4,71%	7,47%	20,90%
MSCI World	-5,53%	2,52%	-5,53%	1,55%	8,58%	44,85%
MSCI World Real Estate	-6,35%	4,63%	-6,35%	3,22%	11,79%	13,28%
MSCI World Industrials	-6,64%	2,01%	-6,64%	-1,36%	0,11%	30,61%
MSCI World Information Technology	-10,29%	2,94%	-10,29%	1,46%	14,41%	102,30%
MSCI World Communication Services	-10,66%	0,65%	-10,66%	-12,35%	-4,91%	39,11%
MSCI World Consumer Discretionary	-10,82%	1,94%	-10,82%	-3,43%	1,03%	57,89%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

W marcu zgodnie z oczekiwaniami stopę procentową podniósł amerykański Fed przy okazji potwierdzając jeszcze 6 podwyżek w tym roku i 3 w kolejnym, z czym inwestorzy wydają się być pogodzeni. Niemniej, w przekroju całego roku realne stopy procentowe w USA nadal pozostaną ujemne, a zmienić się to powinno najwcześniej w 2023 r. Natomiast, w międzyczasie będzie to wspierać wyceny wybranych spółek wzrostowych na rynkach akcji i negatywnie oddziaływać na globalny rynek długu. Niemniej, w średnim terminie większym zmartwieniem jest wpływ inwazji na Ukrainę i wysokich cen surowców na dynamikę wzrostu gospodarczego, zwłaszcza w Europie, gdzie już w marcu zobaczyliśmy obniżki prognoz wzrostu PKB dla strefy euro (z 4% na koniec lutego do 3,1%). Za tym oczywiście idą obniżki prognoz zysków netto wielu spółek, czego największą skalę obserwowaliśmy właśnie w Europie i na rynkach rozwijających się oraz sektorowo, w spółkach konsumenckich. To częściowo tłumaczy fakt, iż amerykańskie rynki akcji w marcu zachowywały się relatywnie mocno, gdyż wyniki tamtejszych spółek są do pewnego stopnia izolowane od skutków inwazji na Ukrainę. Warto także zauważyć, że inwestorzy znają pewną historyczną zależność, że kryzysy mające źródła poza USA nie powodują recesji w USA (ex COVID-19), a taką powodują tylko kryzysy spowodowane czynnikami wewnętrznymi (gwałtownie restrykcyjny Fed w latach 80-ych i 90-ych, bańka dotcomów oraz bańka na rynku nieruchomości). Zakładamy, że tym razem także nie będzie inaczej.

INDEKSY (31.03.2022)	↑ YTD	1M	3M	6M	12M	36M
Nikkei 225	-3,37%	4,88%	-3,37%	-5,54%	-4,65%	31,20%
Dow Jones Industrial Average	-4,57%	2,32%	-4,57%	2,47%	5,14%	33,75%
S&P 500	-4,95%	3,58%	-4,95%	5,17%	14,03%	59,84%
WIG	-6,34%	6,15%	-6,34%	-7,73%	11,74%	8,77%
STOXX 600 Europe	-6,55%	0,61%	-6,55%	0,23%	6,11%	20,25%
MSCI Emerging Markets	-7,32%	-2,52%	-7,32%	-8,88%	-13,27%	7,91%
Russell 2000	-7,80%	1,08%	-7,80%	-6,09%	-6,77%	34,45%
NASDAQ100	-9,08%	4,22%	-9,08%	1,01%	13,34%	101,10%
DAX	-9,25%	-0,32%	-9,25%	-5,54%	-3,96%	25,06%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Wracając do kwestii odwrócenia krzywej rentowności, jest to rzecz pilnie obserwowana przez inwestorów, gdyż historycznie zwiastowała ona recesję w amerykańskiej gospodarce, aczkolwiek zazwyczaj okres między odwróceniem, a faktyczną recesją wynosił ok. 2 lat. Ponadto, nie każde odwrócenie się krzywej rentowności skutkowało po czasie wystąpieniem recesji. Do tego potrzebny jest szeroki mix negatywnych czynników i tendencji, które odwrócenie krzywej rentowności odzwierciedla, a nie powoduje. Warto też przypomnieć, że każdy cykl jest inny tj. ma inne wektory oraz fundamenty

wzrostu oraz przebieg. W przeszłości cykle zacieśniania oraz odwrócona krzywa zwiastowały pogorszenie warunków kredytowych, co w pewnym stopniu samo w sobie powodowało recesję, natomiast obecne bilanse gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w USA są dalekie od poziomów zlewarowania z poprzednich cykli, co zmniejsza ich wrażliwość na podwyżki stóp procentowych, więc wyższe stopy mogą w mniejszym stopniu uderzać w konsumpcję i inwestycje. Zachowanie krzywej rentowności należy uważnie obserwować w najbliższych miesiącach, aczkolwiek nie można pomijać czynników, które obecnie determinują przebieg obecnego cyklu, a nie są bezpośrednio zależne od polityki monetarnej (problemy w łańcuchach dostaw, inflacja cen surowców, efekty inwazji na Ukrainę).

W marcu zakończył się okres publikacji raportów za IV kw. oraz 2021 r. i w USA był to kolejny okres, kiedy spółki raportowały generalnie lepsze wyniki od konsensusów. W gronie indeksu S&P 500 emitenci zaprezentowali przychody wyższe od oczekiwań o 3,07%, podczas gdy zyski netto wyższe o 6,17%. Relatywnie najwyższe pozytywne zaskoczenia odnotowaliśmy w tradycyjnie chwiejnych wynikowo sektorach tj. paliwowym, surowcowym oraz energetycznym, podczas gdy negatywnie wyróżniły się w zasadzie tylko zyski netto w sektorze przemysłowym (gorzej o 7,11% od oczekiwań), co może świadczyć o tym, iż wysoka inflacja zaczęła wywierać presję na marżę w spółkach przemysłowych. W technologicznym NASDAQ100 przychody okazały się wyższe o 2,42% od oczekiwań, a zyski netto o 8,13%. Za tymi liczbami kryje się oczywiście znacznie więcej szczegółów, zwłaszcza tych które potwierdziły nasze założenie, że w hossie będą brać udział tylko spółki o silnych fundamentach, bez względu na koszyk value lub growth, co oznacza kilka kwartałów mocno selekcyjnego rynku akcji. Dało się także zauważyć istotną niechęć inwestorów do spółek, które zakładają wyższy poziom wydatków inwestycyjnych czy też inwestycji w przyszły wzrost i tego typu watorów należy naszym zdaniem unikać, nawet mimo ich atrakcyjnych wskaźników wyceny.

Podsumowując, niewątpliwie otoczenie makroekonomiczne i rynkowe jest trudne, co będzie (nadal) wspierać podwyższoną zmienność na rynkach i utrzymywać ponadprzeciętną niepewność, co z kolei odzwierciedlone będzie w większym niż zwykle dyskoncie dla aktywów ryzykownych, w tym przede wszystkim dla szerokiego grona spółek wzrostowych, mimo raportowania nadal imponujących i wysokich jakościowo dynamik przez większość reprezentantów tego koszyka. Nie oznacza to oczywiście braku okazji na rynkach akcji, lecz podkreślamy kolejny raz ich selektywny charakter.



Rynek Złota i Metali Szlachetnych

Na rynku metali szlachetnych panowała duża zmienność. Początek miesiąca rozpoczął się kontynuacją wzrostów z ostatnich dni lutego, które spowodowane były wybuchem wojny na Ukrainie. Już 8 marca cena jednej uncji złota wyrażonej w dolarach amerykańskich osiągnęła wycenę na poziomie 2050 dolarów, zbliżając się do swoich historycznych szczytów z 7 sierpnia 2020 roku. Podobną reakcję mogliśmy obserwować także w przypadku pozostałych metali szlachetnych. Między innymi pallad zamykając się 8 marca po 3177 dolarów amerykańskich za uncję, osiągnął najwyższą wycenę w historii. Silna reakcja wzrostowa w wyniku materializacji dużego ryzyka geopolitycznego w środkowo-wschodniej Europie nie trwała długo. Kolejne tygodnie przyniosły korektę wycen, w efekcie przekładając się na niskie jednomiesięczne dodatnie stopy zwrotu w przypadku złota (+1,49%) i srebra (+1,39%) oraz ujemne w kontekście platyny (-5,81%) i palladu (-9,30%). W dalszym ciągu inwestycje w metale szlachetne pozostają z dodatnią stopą zwrotu od początku roku, a reakcja w postaci gwałtownego wzrostu wyceny w wyniku wybuchu wojny, mogła przełożyć się na realizację zysków z tych inwestycji. Wojna w dalszym ciągu trwa, jej efekty w wyniku wzajemnie nakładanych sankcji gospodarczych, wpływają na osłabienie wzrostu gospodarczego na świecie. Dodatkowo ograniczona podaż surowców energetycznych z Rosji przekłada się wzrost inflacji, która wywiera presję na rynek obligacji skarbowych USA, pozostawiając w dalszym ciągu ujemne realne rentowności z tych inwestycji, co historycznie było czynnikiem wspierającym wyceny metali szlachetnych.

W marcu zgodnie z oczekiwaniami inwestorów FED podniósł stopę procentową przy okazji potwierdzając dodatkowe 6 podwyżek w tym roku i 3 w kolejnym. Reakcja rynków wskazywała, iż inwestorzy byli przygotowani na znaczące zaostrzenie polityki monetarnej. Niemniej, w przekroju całego roku realne stopy procentowe w USA nadal pozostaną ujemne, a zmienić się to powinno najwcześniej w 2023, co w dalszym ciągu będzie wspierać wyceny metali szlachetnych. Rekordowa podaż pieniądza M2 w USA, która w latach 2020 i 2021 wyniosła łącznie 40,7bn USD. Historycznie wyceny metali szlachetnych są mocno pozytywnie skorelowane z dynamiką podaży pieniądza, co jest kolejnym czynnikiem pozytywnie oddziaływującym na tą klasę aktywów. W tym roku wybuch wojny wywiera dodatkową presję na rynek długu. Zaburzenia w dostawie surowców energetycznych w wyniku sankcji gospodarczych, przekłada się na dalszy wzrost inflacji oraz obniżenie dynamiki wzrostu gospodarczego.

W najbliższych tygodniach rynki finansowe będą w dalszym ciągu podatne na informacje dotyczące inwazji Rosji na Ukrainę oraz sankcji gospodarczych nakładanych na agresora, których efekt jest stopniowo szacowany przez analityków. W marcu prognoza wzrostu PKB w strefie euro została obniżona z 4% na koniec lutego do 3,1%. Ponadto inflacja cen surowców energetycznych oraz metali przemysłowych, będzie wywierać większą presję na banki centralne, które od roku mierzą się z podwyższaną inflacją po pandemii COVID. W ocenie zarządzających środowisko ujemnych realnych stóp procentowych, ryzyko wstrzymania podaży surowców z Rosji oraz rosnące ryzyko geopolityczne w rejonie CEE, wspierają ceny metali szlachetnych oraz stanowią atrakcyjny element dywersyfikacji portfela inwestycyjnego.



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, 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.