



Rynek długu

Po historycznie wysokiej czerwcowej zmienności na rynku polskiego długu, lipiec przyniósł rekordową dodatnią stopę zwrotu: +5,02%, zaobserwowaną od początku notowania indeksu TBSP Poland. Najbardziej w cenie zyskiwały obligacje ze środka i końca krzywej, co pogłębiło odwrócenie krzywej dochodowości, które na koniec lipca kształtowało się na poziomie -127 p.b. Warto nadmienić, że podczas ostatnich dwóch globalnych recesji, odwrócenie to miało skalę około -50 p.b. Silne odwrócenie trendu na światowych rynkach długu to konsekwencja awersji do ryzyka napędzanej obawami o „twardą” globalną recesję. Widmo racjonowania energii w Europie, związane coraz bardziej prawdopodobnym odcięciem przez Rosję dostaw gazu, oraz destabilizacja polityczna we Włoszech wspierały popyt na bezpieczne aktywa. Mocne negatywne sygnały w lipcu napłynęły ponownie z notowań indeksów PMI oraz badań koniunktury konsumenckiej. Głęboki spadek nowych zamówień obserwujemy już nie tylko w przemyśle ale również i w usługach, a subindeksy produkcji w przetwórstwie są na poziomie z końcówki 2012 roku, polski PMI za lipiec nurkuje do poziomu 42.1. Konsumenci w Europie, wykazują historycznie największy pesymizm, większy niż w okresie wybuchu pandemii Covid-19. Na koniec lipca dowiadujemy się, że amerykańska gospodarka wchodzi w drugim kwartale w techniczną recesję. Na tym tle w lipcu EBC zdecydował się pierwszą od ponad dekady podwyżkę stóp procentowych o 50 p.b., powyżej oczekiwań rynkowych, uzasadniając decyzję podwyższonym ryzykiem dalszego wzrostu inflacji, dostrzegając jednocześnie istotne ryzyka dla gospodarki spowodowane wojną na Ukrainie. Amerykański FED natomiast, postąpił zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi, podnosząc stopę o 75 p.b. porzucając forward guidance, niemniej jednak zachowując stanowczy ton walki z inflacją. Polski NBP również zaostrzył politykę monetarną o 50 p.b. Skala podwyżki była jednak łagodniejsza od oczekiwań. RPP na lipcowym posiedzeniu przyjęła raport o inflacji, który przy założeniu utrzymania rządowych tarcz antyinflacyjnych przewiduje szczyt CPI w miesiącach wakacyjnych, co na te chwilę znajduje odzwierciedlenie w danych.

W całym miesiącu rentowność 10-letniej obligacji skarbowej obniżyła się z 6,90%, do 5,52%, 5-latki z 7,33% do 5,94%, a rentowność dwulatki z 7,84% do 6,67%. Na głównych rynkach długu rentowności niemieckich 10-letnich obligacji spadły z 1,33% do 0,81%, a amerykańskich z 2,99% do 2,63%.



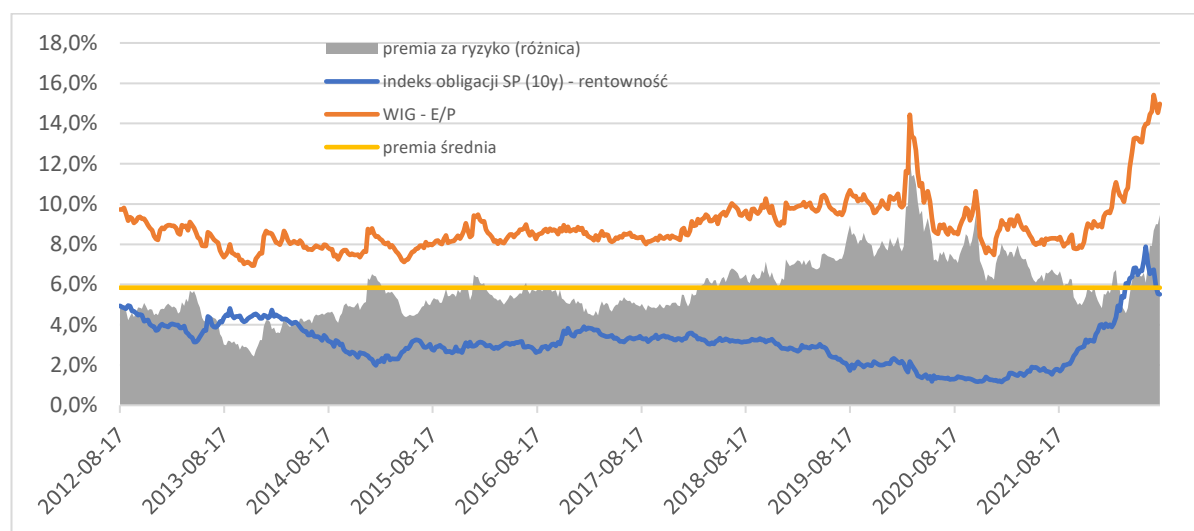
Rynek akcji polskich

W lipcu, gdy świat dynamicznie odbijał (MSCI ACWI urósł 6,9%), warszawski rynek zanotował nowe dołki i uklepywał dno. Ostatecznie jednak, dzięki całkiem udanej końcówce miesiąca, WIG zamknął się 2,7% powyżej poziomu z ostatniej sesji czerwca. Na pytanie, czy giełdowe minima mamy już za sobą, z większą dozą pewności będziemy mogli odpowiedzieć pewnie dopiero za kilka miesięcy. Niemniej jednak, lipiec pokazał, że po 3 kwartałach spadków, nawet niewielki strumień pozytywnych informacji jest przez inwestorów ochoczo dyskutowany. W kolejnych miesiącach naszym zdaniem kluczowe będą wpływające dane gospodarcze, które pozwolą oszacować tempo zbliżającego się spowolnienia i głębokość ewentualnej recesji, oraz jej wpływ na zyski przedsiębiorstw.

Sezon wyników w USA i w Europie, jak zwykle, zaskakuje pozytywnie, ale w Polsce raportowanie spółek na dobre dopiero się rozpocznie. Dla inwestorów najważniejsze będą komentarze odnośnie najbliższej przyszłości, chociaż naszym zdaniem spowolnienie gospodarcze jest już w pewnej mierze zdyskontowane w wycenach spółek. 2022 rok, na co wskazuje konsensus prognoz, będzie najprawdopodobniej rekordowym pod względem zysków. Inflacja, o ile nie wymknie się spod kontroli, jest generalnie czynnikiem wspierającym nominalne zyski przedsiębiorstw. Zgodnie z prognozami analityków, nawet spadek marż do poziomu sprzed pandemii i pogorszenie wolumenów, odpowiednie dla spowolnienia gospodarczego, spowoduje spadek EBIT w gospodarce w 2023 roku, do poziomu ponad 50% wyższego niż w 2019 roku. Uważny inwestor słusznie zauważy, że na dzień publikacji tego komentarza, WIG handluje się niemal 10% poniżej poziomu z końca tamtego okresu.

Niepewność związana z koniunkturą gospodarczą mogłaby, chociaż w części, zostać złagodzona przez czynniki polityczne. Na razie tak się jednak nie dzieje. Wciąż trwa wojna na wschodzie Ukrainy, przez co inwestorzy zagraniczni przykładają do polskiego rynku dodatkowe ryzyko. I chociaż indeks MSCI Poland, wyrażony w USD, osiągnął w lipcu swoje dwudziestoletnie (!) minimum, to do czasu rozstrzygnięcia konfliktu, aktywność zagraniczna na warszawskim parkiecie prawdopodobnie pozostanie ograniczona. Nie pomaga także brak rozstrzygnięć w sprawie Krajowego Planu Odbudowy i brak realizacji kamieni milowych, ustalonych z Komisją Europejską. Napływ dodatkowych środków, z pewnością pomógłby polskiej walucie, a także pozwolił przyspieszyć program niezbędnych inwestycji infrastrukturalnych w energetyce czy na przykład na kolei. Apetyt inwestorów studzą także zapowiedzi opodatkowania „nadmiarowych zysków”, przede wszystkim w sektorze energetycznym.

Dobre wiadomości płynęły w minionych tygodniach z rynku obligacji. Raid na polskich papierach skarbowych i wyraźne spadki rentowności na całej szerokości krzywej, sprawiły, że premia za ryzyko akcyjne prezentuje się coraz bardziej atrakcyjnie:



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.



Globalny Rynek Akcji

W lipcu rynki, zarówno akcji jak i obligacji, zanotowały dawno nie widziane i wyczekiwane odbicie po kilkumiesięcznych, w zasadzie ciągłych spadkach. Struktura odbicia wygląda modelowo, zgodnie ze schematem klasycznego *risk-on*, gdyż najmocniej rosły akcje amerykańskich spółek wzrostowych, w tym technologicznych, akcje

małych spółek na globalnych rynkach akcji oraz obligacje *high yield*, a mocną korektę zaliczył indeks VIX. Na rynkach surowcowych nadal spadały ceny towarów rolnych, wybranych metali przemysłowych oraz ropy naftowej. Do tego obrazu nie pasują akcje z rynków wschodzących, które nie podażyły za akcjami z rynków rozwiniętych. Tłumaczy to kilka czynników, przede wszystkim w/w spadające ceny surowców, które uderzają w zyski, licznie reprezentowanych w koszyku *emerging markets*, spółek wydobywczych. Sentymentowi do aktywów ryzykownych z krajów rozwijających się nadal przeszkadzał mocny dolar amerykański, który w lipcu osiągnął, aczkolwiek tylko na krótką chwilę, paritet do euro. Oprócz powyższych, perspektywa globalnej recesji i wciąż wysokiej inflacji uderza ze znacznie większą siłą w kraje rozwijające się, gdzie tempo wzrostu cen powoduje gwałtowną erozję nastrojów i wydatków konsumenckich, co zapewne będzie skutkowało silnym hamowaniem na poziomie dynamiki realnego PKB. Podsumowując powyższe, na koniec lipca obserwujemy klasyczny z perspektywy historycznej rozwój wydarzeń na rynkach. Amerykańskie akcje najszybciej zdyskontowały recesję i pogorszenie wyników w spółkach i, kierując się historycznymi analogiami, zapewne jako pierwsze przełamią trend spadkowy, a wyniki okażą się relatywnie bardziej odporne niż np. w Europie, gdzie wysokie ceny surowców energetycznych będą mocno ciążyły na wynikach wielu spółek i na dynamikach realnego PKB w wielu krajach, która i tak zresztą była relatywnie niska w poprzednich latach. W tle mamy także nasilenie inwersji krzywej dochodowości w USA, mierzoną różnicą w rentowności 10- i 2-latek, która na koniec lipca osiągnęła poziom 24 pb.

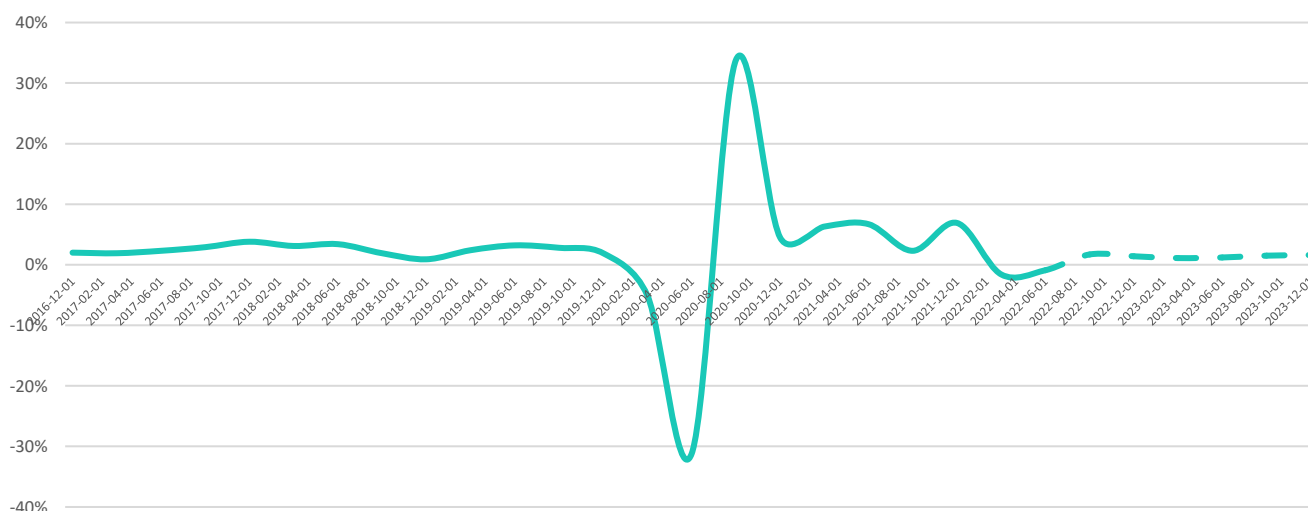
KLASA AKTYWÓW	INDEKS	YTD	↑ 1M	3M	6M	12M	36M
AKCJE	MSCI World Growth	-20,95%	11,51%	-0,42%	-12,82%	-16,45%	37,38%
	MSCI World Small Cap	-16,31%	9,04%	-2,42%	-9,43%	-15,52%	17,69%
	MSCI World	-15,02%	7,86%	-1,76%	-10,22%	-10,52%	25,54%
	MSCI World Value	-9,45%	4,44%	-3,32%	-8,21%	-5,16%	11,34%
	MSCI Emerging Markets	-19,34%	-0,69%	-7,66%	-17,75%	-22,23%	-4,17%
	Indeks VIX	23,87%	-25,71%	-36,14%	-14,10%	16,94%	32,32%
FX I SUROWCE	Bloomberg Commodity Index	22,85%	4,08%	-5,91%	12,95%	26,54%	54,28%
	EURPLN	3,30%	0,84%	1,15%	3,39%	3,73%	10,45%
	Bloomberg Dollar Spot Index	7,99%	0,56%	1,79%	7,09%	11,11%	4,83%
	Złoto spot	-3,46%	-2,29%	-6,91%	-1,74%	-2,66%	24,91%
	Ropa Brent	41,44%	-4,18%	0,61%	20,61%	44,12%	68,80%
DŁUG	Bloomberg Global High Yield Index	-13,51%	4,04%	-3,88%	-11,25%	-14,52%	-4,30%
	Bloomberg Global Aggregate Index	-12,08%	2,13%	-0,88%	-10,24%	-14,58%	-7,16%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

W lipcu miało miejsce kolejne posiedzenie FOMC zakończone podwyżką stóp procentowych, ponownie o 75 pb do przedziału 2,25-2,5%. Jest to poziom ostatnio widziany w I połowie 2019 r., co było efektem 4 podwyżek o 25 pb z 2018 r., które doprowadziły do silnej korekty na rynkach akcji w IV kw. 2018 r., kiedy to indeks NASDAQ100 zniżył o ok. 17%. Jest to o tyle ciekawa analogia, że w tamtym okresie inwestorzy także dyskutowali gwałtowne podwyżki stóp przez Fed i powszechne były oczekiwania na 3-4 kolejne podwyżki w 2019 r., co miało wpędzić amerykańską gospodarkę w nieuchronną recesję. Jednakże, przyszłość pokazała, że recesja się nie wydarzyła, a Fed trzykrotnie...obniżył stopy procentowe. Oczywiście, teraz mamy znacznie wyższą dynamikę inflacji, co osłabia jakość analogii z okresem 2018-2019, ale z drugiej strony dane o koniunkturze w USA publikowane w lipcu były solidne, mimo tego, że Stany Zjednoczone technicznie znalazły się w recesji (odczyt zannualizowanej dynamiki PKB za II kw. wyniósł -0,9% po -1,6% w I kw.). Należy jednak pamiętać, że sama recesja to nie jest zdarzenie binarne, lecz ogromne znaczenie ma jej struktura i głębokość. Każda recesja ma nieco inne przyczyny, inny przebieg i inną długość trwania. Nie inaczej jest tym razem, gdyż obecne hamowanie w globalnej gospodarce traktujemy jako proces

dostosowawczy po silnym i, nieoczekiwanym, przyspieszeniu koniunktury z pandemicznej zapaści. Wszak sam Jerome Powell w ostatnich miesiącach podkreślał, że w Fed nie spodziewał się tak szybkiego spadku stopy bezrobocia w USA poniżej 4%. Patrząc prospektywnie, zgadzamy się ze zwolennikami tezy, że recesja będzie krótka i płytka, tak samo jak krótkie było *prosperity* po wyjściu z „covidowego dołka”.

Dynamika realnego PKB (zannualizowana) w USA



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

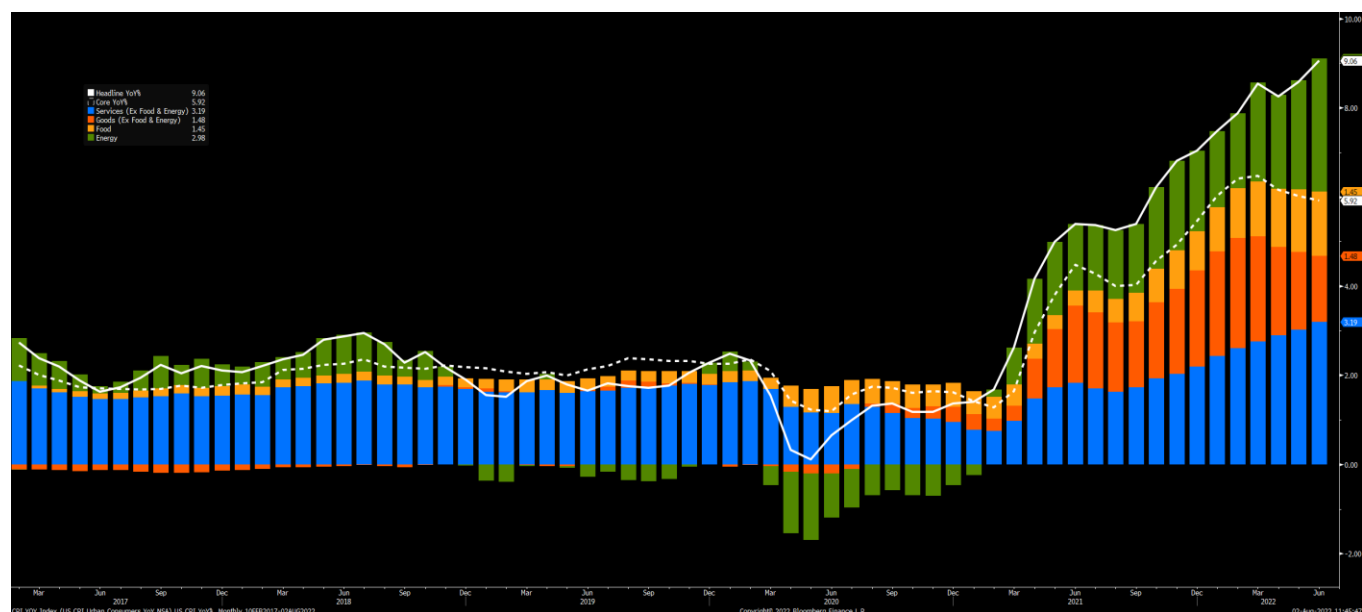
Z perspektywy rynków akcji to nie oznacza automatycznego restartu hossy, bazowym scenariuszem jest stopniowa normalizacja wycen, zwłaszcza w segmencie spółek innowacyjnych, gdzie w części spółek zobaczyliśmy raporty za II kw. jeszcze w lipcu i nie potwierdzają one, aż tak radykalnej kompresji wycen jaka dokonała się od listopada 2021 r. W tym też upatrujemy głównych źródeł lipcowego rajdu na NASDAQ i Russell 2000.

INDEKSY (29.07.2022)	YTD	↑ 1M	3M	6M	12M	36M
NASDAQ100	-20,66%	12,55%	0,72%	-13,28%	-13,45%	64,97%
Russell 2000	-16,04%	10,38%	1,13%	-7,06%	-15,32%	19,73%
S&P 500	-13,34%	9,11%	-0,04%	-8,53%	-6,03%	38,58%
STOXX 600 Europe	-10,15%	7,64%	-2,69%	-6,52%	-5,08%	13,61%
Dow Jones Industrial Average	-9,61%	6,73%	-0,40%	-6,51%	-5,98%	22,26%
DAX	-15,11%	5,48%	-4,35%	-12,84%	-13,25%	10,62%
Nikkei 225	-3,44%	5,34%	3,55%	2,96%	1,90%	29,18%
WIG	-20,62%	2,68%	-4,76%	-18,41%	-18,67%	-7,81%
MSCI Emerging Markets	-19,34%	-0,69%	-7,66%	-17,75%	-22,23%	-4,17%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Warto wspomnieć, że efekty podwyżek stóp w USA na poziomie oczekiwań już weszły w gospodarkę realną i zakotwiczyły oczekiwania inflacyjne znacznie poniżej odczytów inflacyjnych, a co z kolei widać w słabnącym popycie na różne dobra i usługi, a to jest silny czynnik dezinflacyjny. Tym samym, wspieramy tezę, że w II połowie bieżącego w USA zobaczymy szczyt cyklu inflacyjnego, co wydaje się, że rynki dyskutowały stopniowo od czerwca, a w lipcu mogliśmy to obserwować w całej okazałości. Na poniższym wykresie widzimy coraz większe rozwarcie „nożyc” między dynamiką inflacji CPI (biała linia) a dynamiką bazowej inflacji CPI w USA (biała przerywana linia) wraz z

rosnącą od wielu miesięcy kontrybucją inflacji cen usług (ex żywność i energia), co pośrednio jest efektem silnego wzrostu cen energii i surowców w poprzednich kwartałach. Ten impuls w ostatnich tygodniach stopniowo wygasał, co zmniejszy kontrybucję cen surowców i energii do dynamiki inflacji CPI, a spadające ceny żywności i dóbr trwałych będą ujemnie oddziaływać na dynamikę inflacji bazowej CPI.



Źródło: Bloomberg.

Podsumowując, kolejne miesiące nie będą należeć do najłatwiejszych na rynkach, gdyż sphywające dane makroekonomiczne oraz raporty wynikowe ze spółek mogą zaskakiwać negatywnie. Niemniej, to zawsze jest tylko jedna strona równania, a po drugiej stronie stoją wyceny i pytanie, ile pesymizmu i pogorszenia mamy już zaszyte w wycenach. Naszym zdaniem, rynki akcji przereagowały obawy, zwłaszcza w obszarze wyników spółek, gdyż hamowanie gospodarek obserwujemy od kilku kwartałów, a wyniki w spółkach innowacyjnych w tym samym okresie pozostają relatywnie odporne. Obecne wyceny na rynkach akcji uważamy za bardzo atrakcyjne, przy czym kluczowy pozostaje aspekt selekcyjny.



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.