



Rynek długu

Luty nie należał do spokojnych miesięcy. Nieudane negocjacje pomiędzy Stanami Zjednoczonymi i Ukrainą w sprawie podpisania umowy o surowcach, zapowiedź zwiększenia ceł na towary z Kanady, Meksyku i Chin oraz Europy sprawiły, że geopolityka pozostawała w centrum uwagi rynków.

Pomimo sporej zmienności, luty zakończył się niewielkimi spadkami rentowności. Dochodowości długoterminowych obligacji amerykańskich obniżyły się o 0,33 p.p. do 4,20%, niemieckich 0,06 p.p. do 2,40%. Na krajowym rynku zmiany były jeszcze bardziej symboliczne, obligacje dziesięcioletnie osiągnęły rentowność na poziomie 5,74% (5,83% na koniec stycznia), pięcioletnie 5,48% (5,58% na koniec stycznia), papiery o krótszych terminach zapadalności handlowane były w przedziale 5,19%-5,23%.

Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe na dotychczasowym poziomie. Prezes NBP jest konsekwentnie jastrzębi odnośnie obniżek, według niego obecnie nie ma żadnych przesłanek do dyskusji na ten temat. Zgodnie z prognozami banku centralnego inflacja wzrośnie pod koniec roku, a tylko dane wskazujące na spadek CPI i prognozy potwierdzające dalszy, trwały spadek do celu mogą wznowić rozważania o obniżkach. Jako czynniki ograniczające pole do łagodzenia polityki pieniężnej prezes wskazał ponowne ożywienie gospodarcze, uporczywie wysoką dynamikę wzrostu wynagrodzeń, wysoki deficyt finansów publicznych i rosnący dług publiczny, wśród przesłanek do obniżek stóp procentowych wymienił spadek inflacji bazowej oraz zatwierdzenie niższych taryf energetycznych od października i spowolnienie dynamiki płac. Dalsze decyzje Rady będą uzależnione od napływających danych.

Europejski i Amerykański Bank Centralny w lutym nie odbyły posiedzeń w sprawie poziomu stóp procentowych. Minutes z posiedzenia EBC w styczniu potwierdzają, że ostatnia obniżka o 25 pb podjęta była jednomyślnie. Mimo, iż inflacja pozostaje podwyższona, proces dezinflacji przebiega zgodnie z oczekiwaniami. Pomimo obniżki stóp procentowych, polityka pieniężna nadal oceniana jest jako restrykcyjna. Dalsze decyzje podejmowane będą w oparciu o dane, bez wcześniejszych deklaracji dotyczących przyszłych ruchów stóp procentowych.

Podobny przekaz płynie z wypowiedzi członków FOMC po posiedzeniu w styczniu. Amerykański Bank Centralny kolejne decyzje uzależnia od zmian w gospodarce i postępów dezinflacji. Jako ryzyka dla procesu dezinflacji członkowie FOMC wskazują zmiany w polityce handlowej i imigracyjnej oraz potencjalne zakłócenia w łańcuchach dostaw.

W lutym odbyła się kolejna udana emisja obligacji na rynku dolara amerykańskiego. Ministerstwo dokonało wyceny dwóch transz obligacji benchmarkowych o łącznej wartości 5,5 mld USD. Obligacje pięcioletnie wycenione zostały na 75 punktów bazowych powyżej rentowności obligacji amerykańskich, a dziesięcioletnie powyżej 105 punktów bazowych, osiągnięte rentowności wyniosły 4,995% i 5,472%.

Na trzech przetargach w lutym Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje o łącznej wartości wynoszącej prawie 29 mld PLN, popyt przekroczył 37 mld PLN. Największym zainteresowaniem inwestorów cieszyły się obligacje o stałym kuponie z terminem zapadalności styczeń 2030 (łączna sprzedaż ponad 10 mld PLN).

Sprzedaż 42-tygodniowych bonów skarbowych osiągnęła wartość 1,8 mld PLN, przy niemal dwukrotnie wyższym popycie, rentowność bonów wyniosła 5,4%. Rentowność bonów 52-tygodniowych wyniosła 5,33%, a sprzedaż 2,1 mld PLN, popyt 5,9 mld PLN.



Rynek akcji polskich

W lutym kontynuowany był mocny trend wzrostowy na warszawskiej giełdzie. Od początku roku indeks WIG zyskał już 15,6%, z czego 5,3% przypadło na luty. Napływ kapitału zagranicznego był nadal widoczny, co przełożyło się na szczególnie dobrą kondycję dużych spółek – indeks WIG20 wzrósł o 5,99%.

Nastroje na rynkach finansowych w dużej mierze zależały od globalnych wydarzeń geopolitycznych, zwłaszcza negocjacji pokojowych. Oczekiwania na szybkie zakończenie wojny na Ukrainie napędzały wzrosty od początku roku, jednak w lutym optymizm został zachwiany. Duża zmienność rynkowa była wynikiem rozczarowania perspektywą dłuższego i bardziej skomplikowanego procesu pokojowego. W szczytowym momencie lutego indeks WIG osiągnął wzrost o 10%, ale ostatecznie część tych zysków została skorygowana.

Warszawska giełda oraz inne europejskie parkiety wyraźnie wyprzedzały pod względem stóp zwrotu rynki amerykańskie. Podczas gdy Europa świeciła się na zielono, indeksy za oceanem zakończyły miesiąc pod kreską (NASDAQ -2,7%, S&P500 -1,3%).

Poza geopolityką, istotnym wydarzeniem lutego był udany debiut giełdowy spółki Diagnostyka. Już na otwarciu cena akcji wzrosła o blisko 20%, co potwierdziło duże zainteresowanie inwestorów. W transzy indywidualnej redukcja zapisów wyniosła aż 94,1%.

Z innych ciekawostek to na pewno zapowiedź kolejnej już emisji akcji w spółce CCC. Tym razem celem emisyjnym będzie spłacenie akcjonariuszy Modivo, którzy wsparli Grupę CCC, gdy ta znalazła się w trudnej sytuacji płynnościowej. W ramach emisji planowane jest pozyskanie 1,36 mld zł w gotówce.

W segmencie spółek detalicznych pozytywnie wyróżniły się wyniki Dino Polska za IV kwartał 2024 r. Kolejny odczyt poprawiającego się trendu rentowności spółki był zgodny z optymistycznymi założeniami inwestorów, co zostało odzwierciedlone w kursie akcji. Od początku tego roku notowania Dino wzrosły o ponad 27% i znacząco przewyższając szeroki rynek.

Podobnie silne wzrosty odnotował PKN Orlen – kurs spółki podskoczył w lutym o ponad 16%, głównie w reakcji na zapowiedź dywidendy w wysokości 6 zł na akcję. Przy deklarowanej stopie dywidendy na poziomie 9,7%, decyzja ta była pozytywnym zaskoczeniem dla rynku.

W najbliższych tygodniach spodziewamy się, że proces negocjacji warunków pokoju na Ukrainie pozostanie kluczowym czynnikiem wpływającym na rynki finansowe. Szczególnie po tak dynamicznym wzroście na początku roku, inwestorzy mogą wykazywać większą wrażliwość na wszelkie sygnały dotyczące dalszego przebiegu rozmów.



Globalny Rynek Akcji

Luty był pierwszym pełnym miesiącem kalendarzowym rządów nowej administracji w Białym Domu i okazało się, że powrót Donalda Trumpa na fotel Prezydenta Stanów Zjednoczonych obfitował w wiele zwrotów akcji oraz znacząco podniósł zmienność na rynkach. Zgodnie z zapowiedziami z kampanii wyborczej, Trump nałożył taryfy importowe na Meksyk, Chiny i Kanadę oraz zagroził 25% stawkami taryf na dobra z UE. Równolegle do otwarcia na nowo wojen handlowych, retoryka administracji Trumpa wobec Europy była silnie konfrontacyjna i krytyczna, co wywołało znaczne

napięcia w polityce międzynarodowej. Jeśli dodamy do tego okres raportowania wyników kwartalnych na rynkach akcji, to otrzymujemy gotowy przepis na bardzo zmienny i finalnie spadkowo zakończony miesiąc. Inwestorzy na rynkach akcji wystraszyli się, iż znaczące podniesienie ryzyka geopolitycznego oraz negatywny wpływ polityki ekonomicznej Trumpa na konsumenta spowodują wyhamowanie wzrostu gospodarczego, także w USA. Wskutek powyższych perturbacji rentowność amerykańskich 10-latek obniżyła się w lutym o ponad 30 punktów bazowych do ok. 4,20%, co jest zasadniczo pozytywnym efektem. Jednakże, przyczyn tego spadku należy dopatrywać się raczej w ucieczce inwestorów w bezpieczne aktywa oraz rozgrywanie scenariusza stagflacyjnego, dlatego też nie znalazło to przełożenia na wyceny na rynkach akcji. Niemniej, rynek amerykańskiej stopy procentowej na koniec lutego wskazywał już na oczekiwane 3 obniżki stóp przez Fed do końca roku wobec jeszcze niedawnych dwóch obniżek.

KLASA AKTYWÓW	INDEKS	1M	3M	YTD	6M	12M	24M	36M
AKCIE	Indeks VIX	19,48%	45,30%	13,14%	30,87%	41,84%	-5,17%	-34,89%
	MSCI World Value	1,43%	-0,30%	5,89%	2,51%	12,97%	23,81%	18,15%
	MSCI Emerging Markets	0,35%	1,73%	2,02%	-0,24%	7,71%	13,82%	-6,32%
	MSCI World	-0,81%	-0,13%	2,63%	3,94%	14,53%	40,18%	27,78%
	MSCI World Growth	-2,89%	0,04%	-0,33%	5,32%	16,04%	57,62%	36,17%
	MSCI World Small Cap	-3,40%	-6,19%	-0,10%	-1,35%	6,54%	13,19%	4,51%
FX I SUROWCE	Złoto spot	2,12%	8,12%	8,89%	14,16%	40,46%	56,43%	49,70%
	Bloomberg Commodity Index	0,45%	4,70%	4,04%	6,93%	6,31%	-3,21%	-10,30%
	EURPLN	-0,44%	-2,44%	-2,00%	-2,03%	-2,93%	-10,86%	-10,78%
	Bloomberg Dollar Spot Index	-0,73%	1,82%	-0,88%	5,17%	4,40%	3,46%	9,96%
	Ropa Brent	-4,66%	0,33%	-1,96%	-7,13%	-12,55%	-12,77%	-27,54%
DŁUG	Bloomberg Global Aggregate Index	1,43%	-0,18%	2,01%	-1,55%	3,22%	6,18%	-8,26%
	Bloomberg Global High Yield Index	0,79%	1,61%	2,17%	3,79%	10,99%	24,48%	16,75%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Fed będzie miał do rozstrzygnięcia skomplikowany problem w kolejnych miesiącach, gdyż dualny mandat z jednej strony nakazuje utrzymywać wysokie stopy procentowe, do czasu aż przynajmniej dane i prognozy banku centralnego będą wskazywać na zejście do celu inflacyjnego. Z drugiej strony, taryfy nakładane przez administrację Trumpa finalnie zostaną zapłacone przez amerykańskich konsumentów, a dodatkowo wpłyną dodatnio na dynamikę inflacji w amerykańskiej gospodarce, w szczególności przez kanał dóbr trwałego użytku. Amerykańska gospodarka „stoi” usługami, a wiele komponentów, półproduktów oraz produktów jest importowanych z całego świata i, podobnie jak za I kadencji Trumpa, koszty tworzonych barier w handlu międzynarodowym zostaną „przerzucone” na portfele konsumentów. Dlatego też rynki akcji nieco panicznie zareagowały w lutym na słabszy odczyt indeksu zaufania konsumentów Conference Board (98,3 pkt vs 102,5 pkt oczekiwane) antycypując, iż okres słabości amerykańskiej konsumpcji już się rozpoczął, co finalnie powoduje powrót narracji o ryzyku wystąpienia recesji w USA. To jest punkt, gdzie Fed będzie musiał wyważyć czy ryzyko przejściowej recesji jest na tyle istotne, iż mimo utrzymującej się dynamiki inflacji powyżej celu, należy przyspieszyć obniżki stóp. W naszej ocenie, dynamika inflacji niekoniecznie

musi istotnie wzrosnąć, choćby z uwagi na bardzo mocnego USD, a spowolnienie wzrostu gospodarczego jest realne. W związku z tym, poprzez utrzymywanie wysokich stóp procentowych (powyżej 4%) Fed ryzykuje scenariusz stagflacji, który jest koszmarem każdego banku centralnego. Dlatego też zakładamy, iż Fed w swojej narracji może dać sygnał do bardziej gołębiego nastawienia, nawet za cenę tymczasowego, niewielkiego przyspieszenia dynamiki cen. W ostateczności, poprzez masowe obłożenie importu taryfami sam Trump dostarczył Powellowi dobrej wymówki do takiego działania, gdyż w istocie bank centralny nie ma wpływu na politykę Białego Domu. Z pewnością marcowe posiedzenie FOMC (19 marca) będzie w centrum uwagi inwestorów.

Za oceanem wynik spółek jak zwykle dostarczyły per saldo pozytywne zaskoczenia na poziomie przychodów (o ok. 1% wyższych od oczekiwań), jak również zysków netto (o ok. 7% wyższych od oczekiwań). Co ciekawe, niespodzianki na poziomie przychodów były bardzo zbliżone na poziomie wszystkich sektorów i poza tradycyjnie mocno zmiennym sektorem paliwowym, żaden z sektorów nie zdołał istotnie wyróżnić się in plus lub in minus od w/w 1%. Z kolei na poziomie zysków netto dwucyfrowe, pozytywne zaskoczenia pokazały sektory dóbr konsumenckich oraz finansowy, a in minus „wyróżnił się” tylko sektor przemysłowy. W sektorze technologicznym spółki pokazały także lepsze wyniki, lecz w obszarze półprzewodników znakomita większość raportów wynikowych była „sprzedawana” przez rynek tzn. lepsze wyniki od konsensus skutkowały spadkami kursów „dzień po”. Jest to wyraziste potwierdzenie przerwy w hossie w tym obszarze, co jest dostrzegalne od połowy 2024 r. W naszej ocenie, mamy tu zjawisko „doganiania” wycen w sektorze przez wyniki spółek, co zasadniczo nie jest negatywnym zjawiskiem, ale skutkuje kompresją mnożników wyceny spółek oraz średnioterminowych stóp zwrotu. Dobrym przykładem tego mogą okazać się akcje Nvidii, gdzie wydaje się, że rynek po niemal 2 latach finalnie poradził sobie z wyceną trajektorii wzrostów wyników. Sytuację tę można porównać do akcji Apple z lat 2009-2013, kiedy to wyniki Apple „trzęsły” sentymentem inwestorów w okresie bardzo dynamicznego wzrostu kursu, a po pauzie z roku 2013, trend wzrostowy był kontynuowany, lecz właśnie przy stopniowo obniżających się mnożnikach wyceny dla tej spółki. Z kolei w sektorze oprogramowania oraz przetwarzania w chmurze wyniki za IV kw. ub.r. były lepsze od oczekiwań, zarówno na poziomie przychodów, jak i zysków netto, lecz prognozy zarządów na poziomie przychodów „odstawały” od oczekiwań o ok. 1%.

Na rynkach akcji dominowała wysoka zmienność, w związku z czym rozpiętość stóp zwrotu poszczególnych indeksów jest także zaskakująco spora, jak na jeden miesiąc. Paradoksalnie, relatywnie silne były parkiety europejskie, na czym skorzystał także krajowy rynek. W Europie absolutnym hitem były akcje spółek zbrojeniowych oraz powiązanych z sektorem zbrojeniowym. W tle stały informacje o potencjalnym uruchomieniu przez Niemcy dedykowanego zbrojeniom funduszu wartego nawet 400 mld euro. Jest to kwota ogromna w świetle dotychczas wydatkowanych na zbrojenia sum, patrząc nawet sumarycznie na europejskich członków NATO. Jest to bezpośredni efekt polityki izolacji i Donalda Trumpa i potraktowanie poważnie przez europejskie rządy ryzyka zmniejszenia obecności amerykańskich wojsk w Europie. Z drugiej strony, w wielu państwach NATO sektor obronny w istocie wymaga dodatkowych nakładów i doinwestowania po latach traktowania go „po macoszemu”.

INDEKSY (28.02.2025)	↑ 1M	3M	YTD	6M	12M	24M	36M
WIG	5,30%	15,91%	15,61%	8,40%	12,27%	52,87%	50,47%
DAX	3,77%	14,90%	13,27%	19,28%	27,57%	46,77%	55,95%
STOXX 600 Europe	3,27%	9,20%	9,77%	6,12%	12,65%	20,84%	22,97%
MSCI Emerging Markets	0,35%	1,73%	2,02%	-0,24%	7,47%	13,82%	-6,32%
S&P 500	-1,42%	-1,29%	1,24%	5,42%	16,84%	49,98%	36,14%
Dow Jones Industrial Average	-1,58%	-2,38%	3,05%	5,48%	12,42%	34,25%	29,35%
NASDAQ Composite	-3,97%	-1,93%	-2,40%	6,40%	17,12%	64,53%	37,06%
Russell 2000	-5,45%	-11,16%	-3,01%	-2,46%	5,27%	14,03%	5,61%
Nikkei 225	-6,11%	-2,75%	-6,87%	-3,86%	-5,13%	35,38%	40,07%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.



NOTA PRAWNA

Informacje i dane zawarte w tym Materiale marketingowym są udostępniane tylko i wyłącznie w celach informacyjnych i reklamowych i nie mogą stanowić podstawy do podjęcia decyzji inwestycyjnej. Nie należy ich traktować jako rekomendacji inwestowania w jakiegokolwiek instrumenty finansowe lub formy doradztwa inwestycyjnego, jak również jako oferty zawarcia umowy w rozumieniu Kodeksu cywilnego.

Informacje o funduszach inwestycyjnych otwartych lub specjalistycznych funduszach inwestycyjnych otwartych zarządzanych przez IPOPEMA TFI S.A. oraz o ich ryzyku inwestycyjnym zawarte są w dokumentach prawnych tj. prospektach informacyjnych oraz w informacji dla klienta dostępnych w siedzibie IPOPEMA TFI S.A. oraz na stronie internetowej www.ipopematfi.pl. Ilekroć mowa jest o subfunduszach oznacza to subfundusze wydzielone w ramach IPOPEMA Specjalistycznego Funduszu Inwestycyjnego Otwartego (IPOPEMA SFIO). Wartość aktywów netto funduszy i subfunduszy IPOPEMA SFIO może cechować się dużą zmiennością, ze względu na skład portfeli inwestycyjnych i stosowane techniki zarządzania, co jeszcze szczegółowo wskazane w dokumentach prawnych funduszy i subfunduszy. **Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej dotyczącej nabycia jednostek uczestnictwa należy zapoznać się z prospektem informacyjnym oraz z informacją dla klienta, które zawierają informacje niezbędne do oceny inwestycji oraz wskazują ryzyka, koszty i opłaty.** Tabele opłat znajdują się na stronie internetowej www.ipopematfi.pl.

IPOPEMA TFI S.A. nie gwarantuje osiągnięcia celów inwestycyjnych funduszy lub subfunduszy ani uzyskania podobnych wyników w przyszłości. Inwestycje w fundusze obciążone są ryzykiem inwestycyjnym, a uczestnik musi liczyć się z możliwością utraty części lub całości zainwestowanych środków. Indywidualna stopa zwrotu z inwestycji nie jest tożsama z wynikami inwestycyjnymi danego funduszu i jest uzależniona od wartości jednostki uczestnictwa w momencie ich zbycia i odkupienia przez fundusz oraz od poziomu pobranych opłat manipulacyjnych i zapłaconego podatku bezpośrednio obciążającego dochód z inwestycji w fundusz, w szczególności podatku od dochodów kapitałowych.

Materiał marketingowy wyraża wiedzę oraz poglądy jej autorów, według stanu na dzień jego sporządzenia. IPOPEMA TFI S.A. oświadcza, że dokłada wszelkich starań, aby niniejszy materiał był przygotowywany z należytą starannością. Wszelkie informacje zawarte w niniejszym materiale pochodzą ze źródeł własnych IPOPEMA TFI S.A. lub źródeł zewnętrznych uznanych przez IPOPEMA TFI S.A. za wiarygodne. IPOPEMA TFI S.A. nie gwarantuje, że informacje zawarte w materiale marketingowym są wyczerpujące, poprawne i kompletne i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Materiał marketingowy może zawierać sformułowania i poglądy dotyczące przyszłych wydarzeń. Towarzystwo nie gwarantuje, że prognozy będą pokrywały się z rzeczywistymi danymi w przyszłości. Wszelkie opinie i oceny wyrażane w niniejszym materiale są opiniami i ocenami IPOPEMA TFI S.A. lub jej doradców będącymi wyrazem ich najlepszej wiedzy popartej informacjami z kompetentnych rynkowych źródeł, obowiązującymi w chwili jej sporządzenia. **Dane zawarte w Materiale mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia i mogą być nieaktualne, dlatego w przypadku zamiaru podjęcia decyzji inwestycyjnych należy zapoznać się z aktualnymi dokumentami prawnymi funduszy oraz skontaktować się z IPOPEMA TFI S.A., celem uzyskania aktualnych informacji.** IPOPEMA TFI S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody powstałe w wyniku wykorzystania Materiału marketingowego niezgodnie z przeznaczeniem.

Zastrzega się, że jakiegokolwiek utrwalanie, powielanie (zwielokrotnianie), redystrybuowanie (wprowadzanie do obrotu) lub rozpowszechnianie w jakikolwiek sposób informacji w nim zawartych na rzecz osób trzecich, w tym publiczne wystawienie, wyświetlenie, odtwarzanie, także w drodze publikacji elektronicznej, wymaga uprzedniej zgody Towarzystwa.

IPOPEMA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. z siedzibą w Warszawie, pod adresem: ul. Próżna 9, 00-107 Warszawa, zarejestrowana przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000278264, NIP 108-000-30-69, kapitał zakładowy 10.599.441,00 zł w całości opłacony. IPOPEMA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. posiada zezwolenie na prowadzenie działalności udzielone przez Komisję Nadzoru Finansowego. Organem nadzoru dla IPOPEMA TFI S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Materiał przeznaczony dla dystrybutorów i uczestników FIO i FIZ.