



## Rynek długu

Maj należał do spokojnych miesięcy i pozwolił nieco odetchnąć inwestorom w oczekiwaniu na decyzje banków centralnych, które zapadną w czerwcu.

FED pozostawił stopy procentowe bez zmian (5,25-5,5%), co dla rynku nie było zaskoczeniem.

W komunikacie, po posiedzeniu, pojawiło się stwierdzenie, że „w ostatnich miesiącach nie odnotowano dalszych postępów w realizacji celu inflacyjnego”, a Jerome Powell - po raz kolejny - powtórzył, że obniżki nastąpią dopiero wtedy, gdy inflacja będzie zmierzać do 2% celu w średnim terminie i jednocześnie wyraził obawę, że może to nastąpić później, niż oczekiwano. Kluczowym okazało się zapewnienie, że kolejnym ruchem nie będą podwyżki stóp procentowych, co w rezultacie spowodowało obniżenie rentowności amerykańskich obligacji, które miesiąc zakończyły na poziomie 4,49% (4,67% w kwietniu).

Europejski Bank Centralny odbył w maju posiedzenie, na którym nie zapadły decyzje dotyczące stóp procentowych. Z niecierpliwością wyczekiwane jest posiedzenie zaplanowane na początek czerwca, podczas którego ma zostać podjęta decyzja dotycząca obniżki stóp procentowych. Wystąpienia Prezes Lagarde oraz innych, nawet najbardziej jastrzębich, członków ECB wskazują z 84% procentowym prawdopodobieństwem obniżkę o 25pb.

Znacznie mniej pozytywny wydźwięk miała konferencja prezesa NBP, po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej, która zgodnie z oczekiwaniami nie zmieniła stóp procentowych. Prezes Głapiński stwierdził, że obecnie nie jest zdecydowanie dobry moment na luzowanie polityki pieniężnej, a utrzymanie stóp na relatywnie wysokim poziomie jest właściwą decyzją. Jest nadal wiele czynników ryzyka mogących działać proinflacyjnie, takich jak wysoki wzrost płac, umacniający się popyt wewnętrzny oraz wyższe ceny energii. Obniżki stóp będą możliwe dopiero wtedy, kiedy inflacja ustabilizuje się na odpowiednim poziomie, zgodnie z celem NBP 2,5% +/- 1pp, co może nastąpić dopiero w 2025 roku.

Polskie papiery skarbowe zamknęły miesiąc spadkami rentowności. Najsilniejsze zmiany w dół zanotowały obligacje dwuletnie z 5,30% w kwietniu do 5,17% w maju, nieco mniej spadły rentowności obligacji dziesięcioletnich (z 5,71% w kwietniu do 5,69% w maju) i pięcioletnich (z 5,57% w kwietniu do 5,56% w maju).

Na koniec maja stopień sfinansowania tegorocznych potrzeb pożyczkowych brutto budżetu państwa wynosi ok. 70 proc. Na przetargu Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje o wartości 10,00 mld PLN przy niewiele większym popycie wynoszącym 11,5 mld PLN. Na dwóch przetargach zamiany odkupione zostały obligacje za łączną kwotę 14,2 mld PLN i sprzedane za niecałe 15,00 mld. Na zaplanowanym na czerwiec przetargu ministerstwo zaoferuje min. obligacje indeksowane inflacją (IZ0836), ostatnia emisja tego typu papierów wykupiona została w sierpniu ubiegłego roku.



## Rynek akcji polskich

W maju na warszawskiej giełdzie indeksy przebiły kolejne tegoroczne szczyty. Wzrosty dotyczyły szerokiego rynku. Indeks WIG20 wzrósł o 1,3%. Najmocniejsze były natomiast średnie spółki (MIDWIG +4,6%). Majowy miesiąc

zazwyczaj cechuje się mniejszą aktywnością inwestorów ze względu na tzw. „majówkę” czy weekend Bożego Ciała. Ten rok nie był wyjątkiem.

Pomiędzy długimi weekendami majowymi inwestorzy skupili swoją uwagę na publikowanych przez spółki wynikach za 1 kwartał tego roku. W ujęciu sumarycznym wyniki spółek były w większości zgodne z oczekiwaniami rynkowymi. Na tle dobrych i bardzo dobrych wyników spółek detalicznych negatywnie wyróżniało się Dino Polska. Spółka zaskoczyła inwestorów skalą spadku marży EBITDA. Było to pokłosie inwestycji w ceny wynikającej z mocnej walki konkurencyjnej wśród dwóch największych sieci dyskontowych w Polsce.

Od dwóch miesięcy obserwujemy zmianę liderów hossy na naszej giełdzie. Po bardzo silnych wzrostach wycen polskich banków wydawać by się mogło, że dalszy potencjał do wzrostu wyczerpał się w tym sektorze. W maju indeks WIGBANK spadł o 3,9%. Liderem wzrostów w tym miesiącu były natomiast spółki konsumenckie (WIGCLOTH +15,3%). Większość spółek detalicznych opublikowała bardzo dobre wyniki za 1 kwartał 2024 r. Dodatkowym katalizatorem była także mocna prognoza na kolejny kwartał opublikowany przez Allegro czy Inpost. Czy to znaczy, że oczekiwany pozytywny scenariusz wzrostu polskiej konsumpcji zaczął się materializować? Na szerokim rynku widać pierwsze jaskółki. Negatywnie wyróżnia się tu jednak sprzedaż spożywcza. Tu wzrost wolumenów w sieciach takich jak sklepy Biedronka czy DINO wynika tylko z dużych akcji promocyjnych i odbierania rynku słabszej konkurencji. Na wzrost całego rynku przyjdzie nam jeszcze pewnie poczekać do II półrocza tego roku.



## Globalny Rynek Akcji

Po kwietniowej korekcie rynki akcji zdołały zanotować odbicie, czemu sprzyjała mniejsza wrażliwość inwestorów na sphywające dane o dynamice inflacji w amerykańskiej gospodarce, które zresztą nie odbiegały od oczekiwań rynkowych. Niezmiennie zakładamy, iż powrót do dynamiki inflacji na poziomie 2% będzie dłuższy i trudniejszy niż zakłada przyjęty konsensus, czy też oficjalne projekcje FOMC, które zakładają spadek dynamiki bazowej PCE do 2% w 2026 r. Na koniec maja rynek zakładał 2 obniżki stóp procentowych, co w naszej ocenie jest realnym scenariuszem, przy czym pierwszą już we wrześniu. Zakładamy, że obniżki przesuną się na koniec roku (listopad i grudzień), gdyż członkowie Fed w różnych wypowiedziach sygnalizują, iż chcą zobaczyć nieco więcej pozytywów w danych makroekonomicznych. Nie zmienia to faktu, że FOMC niewątpliwie będzie musiał stopniowo obniżać stopy procentowe, gdyż utrzymywanie realnych stóp powyżej 2% nie spowoduje spadku dynamiki cen do oczekiwanych 2%, z uwagi na wielokrotnie podkreślane czynniki strukturalne na rynku pracy, a stwarza ryzyko wpędzenia gospodarki w stagflację, co jest czarnym scenariuszem dla każdego banku centralnego.

Z drugiej strony, dane z amerykańskiego rynku pracy zaczęły nieznacznie wspierać narrację o obniżkach stóp, gdyż w maju otrzymaliśmy niższą od oczekiwań zmianę zatrudnienia w sektorze pozarolniczym, nieznaczny wzrost stopy bezrobocia i spadek rocznej dynamiki płacy godzinowej poniżej 4%. Warto zaznaczyć, iż dynamikę płac na tym poziomie ostatni raz widzieliśmy 3 lata temu, a już po zakończeniu miesiąca okazało się, iż liczba wakatów w amerykańskiej gospodarce także spadła do poziomu nie widzianego od 3 lat. Powyższe zaskoczenia są raczej symboliczne, ale dla rynku ważne jest, iż wszystkie wskazują na pewne pogorszenie sytuacji na rynku pracy, co powinno skłaniać FOMC do obniżek stóp w IV kwartale.

KLASA AKTYWÓW	INDEKS	↑ 1M	3M	YTD	6M	12M	24M	36M
AKCIE	MSCI World Growth	5,58%	3,04%	11,43%	16,33%	27,05%	37,34%	20,89%
	MSCI World Small Cap	4,34%	2,41%	2,73%	12,47%	16,38%	9,40%	-6,28%
	MSCI World	4,23%	3,24%	8,71%	13,94%	23,02%	23,44%	15,78%
	MSCI World Value	2,82%	3,44%	5,92%	11,48%	18,82%	10,21%	8,82%
	MSCI Emerging Markets	0,29%	2,74%	2,46%	6,27%	9,43%	-2,66%	-23,78%
	Indeks VIX	-17,44%	-3,58%	3,78%	0,00%	-27,98%	-50,67%	-22,91%
FX I SUROWCE	Złoto spot	1,80%	13,84%	12,81%	14,29%	18,58%	26,67%	22,05%
	Bloomberg Commodity Index	1,30%	6,51%	4,41%	1,16%	5,13%	-21,59%	10,95%
	Bloomberg Dollar Spot Index	-1,14%	0,61%	3,18%	1,01%	0,42%	2,00%	12,08%
	EURPLN	-1,36%	-0,98%	-1,59%	-1,87%	-5,58%	-6,74%	-4,56%
	Ropa Brent	-7,10%	-2,39%	5,94%	-1,46%	12,33%	-33,56%	17,74%
DŁUG	Bloomberg Global High Yield Index	1,49%	2,16%	2,77%	6,91%	14,22%	13,81%	1,42%
	Bloomberg Global Aggregate Index	1,31%	-0,70%	-3,30%	0,72%	0,77%	-3,74%	-16,46%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

W tym otoczeniu premiowane były aktywa o podwyższonej wrażliwości na zmiany rynkowych stóp procentowych, czyli koszyk spółek wzrostowych i o mniejszej kapitalizacji. Pozytywnie zareagował też rynek długu, a rentowność amerykańskich 10-latek zniżkowała o niemal 20 punktów bazowych do 4,5%, aczkolwiek druga połowa maja stała pod znakiem zwwyżki od lokalnego dolara o ok. 30 punktów bazowych. W tle kontynuowany był okres publikowania wyników za I kw. przez spółki. Te zgrupowane w indeksie S&P 500 zaraportowały przychody i zyski netto lepsze od oczekiwań odpowiednio o 1,05% i 8,27%, a największe pozytywne zaskoczenia odnotowaliśmy w sektorach finansowym oraz paliwowym. Kolejny raz dużym blaskiem świeciły wyniki Nvidii, która mimo wygórowanych oczekiwań rynkowych, ponownie zdołała pobić konsensus rynkowy. Przychody okazały się lepsze od oczekiwań o ok. 5,5%, a zyski netto o ok. 8,5%. Patrząc wstecz, Nvidia w ciągu ostatnich 10 lat tylko 3 razy nie sprostала oczekiwaniom analityków, zarówno na poziomie przychodów, jak i zysków netto, więc można zaryzykować stwierdzenie, że w tym wypadku lepsze wyniki są pewną regułą. Niemniej, inwestorzy jakość wyników nagrodzili kolejnym wzrostem notowań, co też miało miejsce w przypadku kilku innych, istotnych, producentów chipów czy też producentów urządzeń do produkcji chipów. W sektorze półprzewodników in minus wyróżniały się spółki ze znaczącą ekspozycją na rynek smartfonów, co jest pokłosiem dużych spadków sprzedaży na rynku chińskim.

INDEKSY (31.05.2024)	↑ 1M	3M	YTD	6M	12M	24M	36M
NASDAQ Composite	6,88%	4,00%	11,48%	17,64%	29,37%	38,52%	13,89%
Russell 2000	4,87%	0,74%	2,12%	14,43%	18,32%	11,06%	-13,00%
S&P 500	4,80%	3,56%	10,64%	15,54%	26,26%	27,72%	19,78%
DAX	3,16%	4,64%	10,42%	14,08%	18,09%	28,56%	16,28%
STOXX 600 Europe	2,63%	4,76%	8,18%	12,25%	14,70%	16,88%	13,01%
Dow Jones Industrial Average	2,30%	-0,80%	2,64%	7,61%	17,56%	17,27%	9,52%
WIG	2,06%	5,33%	10,01%	16,23%	38,58%	50,29%	27,59%
MSCI Emerging Markets	0,29%	2,74%	2,46%	6,27%	9,43%	-2,66%	-24,00%
Nikkei 225	0,21%	-1,73%	15,01%	14,93%	24,61%	41,09%	33,08%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

W perspektywie krótkoterminowej spodziewamy się stopniowego spadku wrażliwości wycen na rynkach akcji na zmiany rynkowych stóp procentowych i przekierowania uwagi inwestorów na raportowane wyniki i trendy fundamentalne w spółkach. Nieco niepokojącą obserwacją jest spadek szerokości amerykańskiego rynku akcji w trakcie majowych wzrostów. Nie jest to co prawda poziom odbiegający od średnich z ostatnich miesięcy, gdyż w indeksie S&P 500 wciąż ok. 70% spółek znajduje się powyżej swoich 200-okresowych średnich, lecz u progu miesiąca odsetek ten sięgał 80%. Słabiej prezentuje się sytuacja w indeksie NASDAQ, gdzie raptem nieco ponad 40% walorów notuje się powyżej 200-okresowej średniej (wobec ok. 55% na początku roku). Nie są to z pewnością sygnały alarmowe, lecz raczej wskazówka, iż mniej spółek niż zakładał rynek sprostало oczekiwaniom inwestorów w okresie raportowania wyników. Podobnie, jak przy okazji wyników za IV kw. 2023 r., generalnie nie pomagały też prognozy i komentarze zarządów spółek, gdzie np. w obszarze oprogramowania dla przedsiębiorstw wskazywane były opóźnienia w zawieraniu nowych umów z powodu większej dbałości o budżety IT u klientów. Wydaje się, że w większości przypadków mamy do czynienia z typowo przejściowymi problemami, lecz we wciąż niepewnym otoczeniu inwestorzy mają niski poziom tolerancji na odchylenia in minus od oczekiwań.

## 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](http://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](http://www.ipopematfi.pl).

**IPOPEMA TFI S.A. nie gwarantuje osiągnięcia celów inwestycyjnych funduszy lub subfunduszy ani uzyskania podobnych wyników w przyszłości. Inwestycje w fundusze obarczone 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 sporządzania. **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.**