



## Rynek długu

Na początku marca Narodowy Bank Polski opublikował projekcję inflacji i PKB na lata 2024-2026, ważny z punktu widzenia rynku obligacji dokument. Jak argumentowali analitycy NBP przyszła ścieżka inflacji obciążona jest wieloma ryzykami - globalnymi, jak działania wojenne na Ukrainie oraz wewnętrznymi, do których należą decyzje rządu w sprawie tarcz osłonowych w zakresie VAT na żywność oraz dalszego mrożenia cen energii. Projekcja przygotowana przez NBP przewiduje dwa warianty:

- utrzymanie zerowej stawki VAT oraz dalsze mrożenie cen energii, wówczas inflacja i PKB wyniosą:

- 3,0 % w 2024 r., PKB 3,5 %
- 3,4 % w 2025 r., PKB 4,2%,
- 2,9 % w 2026 r., PKB 3,3%

- wstrzymanie działań osłonowych, inflacja na poziomie:

- 5,7% w 2024 r., PKB 3,2%,
- 3,5% w 2025 r., PKB 3,6%,
- 2,7 % w 2026 r., PKB 3,2%.

W obydwu przypadkach inflacja CPI wraca do przedziału dopuszczalnych odchyień od celu w 2025. Zarówno NBP, jak i jego prezes podkreślają dużą niepewność, co nie zwiastuje obniżek stóp procentowych w najbliższym czasie (po posiedzeniu w marcu stopy NBP bez zmian). Po opublikowaniu projekcji inflacji przez NBP Ministerstwo Finansów poinformowało o nieprzedłużaniu zerowej stawki VAT na żywność; od 1 kwietnia powraca 5% podatek na niektóre produkty żywnościowe, co w opinii analityków podwyższy inflację CPI o ok. 1pp.

Stopy procentowe ECB i FED pozostają, zgodnie z oczekiwaniami, bez zmian. Zarówno Ch. Lagarde, jak i J. Powell mówią zgodnym głosem, że wszelkie decyzje dotyczące stóp procentowych uzależnione są od napływających danych, w szczególności ocen perspektyw inflacji. Utrzymanie stóp na obecnych poziomach odpowiednio długo przyczynia się do sprowadzenia inflacji do celu, a zbyt wczesne obniżki mogą doprowadzić do odwrócenia procesu. Sygnałem łagodzenia retoryki w przypadku EBC jest rozpoczęcie dyskusji dotyczącej wycofywania restrykcyjnego nastawienia w nadchodzących miesiącach. Bankierzy FED takich dyskusji jeszcze nie podejmują, ale zgodnie z oświadczeniem prezesa, w pewnym momencie tego roku właściwe będzie rozpoczęcie wycofywania się z restrykcyjnego nastawienia w polityce pieniężnej.

W reakcji na mniej jastrzębie przekazy płynące z głównych banków centralnych rentowności przesunęły się w dół. Obligacje niemieckie zanotowały spadek rentowności z 2,41% w lutym do 2,29% w marcu, amerykańskie z 4,25% do 4,2%. Natomiast rentowności polskich skarbówek nieco wzrosły, dwulatki z 4,94% do 5,11%, pięcioletki z 5,19% do 5,33% a papiery dziesięcioletnie z 5,31% do 5,43%.

W marcu Ministerstwo Finansów zorganizowało dwa przetargi, w tym jeden zamiany. Resort z powodzeniem uplasował obligacje za łączną kwotę ponad 20,0 mld PLN a odkupił za 4,39 mld PLN. Ministerstwu Finansów udało się w marcu przeprowadzić największą emisję obligacji skarbowych w USD o łącznej wartości nominalnej 8 mld (obligacje 5-letnie za 1,5 mld USD, rentowność 4,797%, 10-letnie za 3,0 mld USD, rentowność 5,162% i 30-letnie za 3,5 mld USD, rentowność 5,580%). Stopień sfinansowania potrzeb pożyczkowych na koniec marca wynosi 56 %.



## Rynek akcji polskich

Marzec przyniósł schłodzenie nastrojów na warszawskiej giełdzie. Choć sama stopa zwrotu z WIG była w tym okresie dodatnia, to istotnie odbiegała ona od zanotowanych na zachodnich parkietach. Najslabszym segmentem rynku okazały się w blue chips. WIG20 wzrósł zaledwie o 0.7%. Indeksowi ciążył głównie sektor spółek konsumenckich co jest o tyle ciekawe, że to w tych emitentach inwestorzy upatrywali największych nadziei na początku roku. Nieco tylko lepiej radziły sobie spółki mniejsze – MWIG40 i SWIG80 wzrosły jednocyfrowo.

Giełdowym wydarzeniem nr 1 w marcu była publikacja raportu amerykańskiej wywiadowni Hindenburg research zarzucającego gdańskiemu LPP, że jedynie pozornie wycofał się on z rynku rosyjskiego. Oskarżenia zawarte w opracowaniu były na tyle poważne, a pierwotna reakcja spółki na tyle niezdarna, że inwestorzy zaczęli na wyścigi wyprzedawać akcje emitenta. Skala spadku kursu chwilami sięgała niemal 40%. Kolejne wyjaśnienia spółki sprawiły, że rynek uznał większość zarzutów z raportu za niezasadne co pozwoliło na częściowe odrobienie strat. Mimo to marzec zakończył się dla LPP na czerwono.

Sporo emocji budziła w ubiegłym miesiącu sytuacja spółek – dystrybutorów żywności. Wyczekiwana poprawa sytuacji polskiego konsumenta postępuje. Jest to jednak proces rozłożony w czasie podczas, gdy obecnie spółki mierzą się z rosnącymi kosztami pracy, a przede wszystkim z przybierającą na sile wojną cenową odbijającą się w realizowanych marżach. Powyższe tłumaczy słabe zachowanie kursu Dino, który, po publikacji wyników finansowych, zakończył miesiąc jako najslabsza spółka z WIG20.

Bez większych emocji inwestorzy przyjęli natomiast informację o dokonaniu historycznie największego na GPW odpisu z tytułu utraty wartości aktywów. Przygotowując sprawozdanie finansowe Orlen uznał, że znajdująca się wciąż w rozbudowie instalacja petrochemiczna jest warta o ponad 10 miliardów złotych mniej niż dotychczas zakładano. Niektórzy dokonanie tak dużego odpisu próbują tłumaczyć zmianą władzy w spółce i towarzyszącemu jej „czyszczeniu” ksiąg. Inwestycja „Olefiny III” budziła jednak kontrowersje niemal od samego jej początku. Wyjaśnia to znikomą reakcję kursu na rozpoznanie olbrzymiej straty jeszcze przed uruchomieniem nowej instalacji.



## Globalny Rynek Akcji

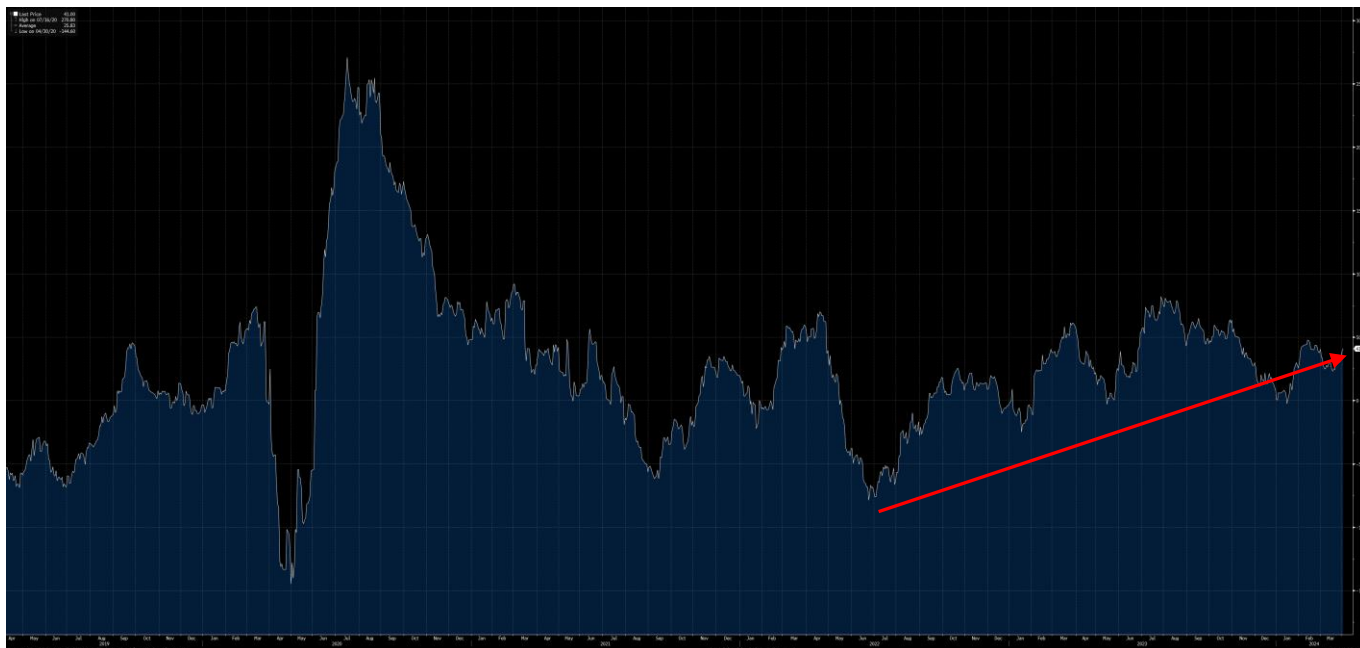
I kwartał na rynkach akcji zakończył się umiarkowanymi wzrostami, a niektóre z głównych parkietów wyprowadziło nawet na dwucyfrowe stopy zwrotu od początku roku. Inwestorzy na rynku akcji okazali się dość odporni na nieco słabsze dane o dynamice inflacji w USA i wolniejsze tempo jej spadku, co nas również nie zaskoczyło, gdyż wielokrotnie podkreślaliśmy, iż najprostsza część drogi do inflacji na poziomie 2% została już wykonana poprzez znaczącą dezinflację cen dóbr trwałych w ostatnich 2 latach. Dane z amerykańskiego rynku pracy, które otrzymaliśmy w marcu, potwierdziły nasze obawy, gdyż dynamika płacy realnej wyniosła 4,3% r/r, co jest poziomem istotnie ograniczającym dalsze tempo dezinflacji w amerykańskiej gospodarce. Pewną przeciwwagą w marcu okazał się wzrost stopy bezrobocia do 3,9% (oczekiwano 3,7%), lecz *per saldo* inwestorzy uznali, iż Fed z takim zestawem danych makro nie będzie chętny do szybkiego obniżania stóp i na koniec kwietnia liczba oczekiwanych obniżek w

tym roku spadła z 4 cięć do 3 w br. Co ciekawe, niespecjalnie zareagował na to rynek długu, gdzie rentowność amerykańskich 10-latek na przestrzeni ostatniego miesiąca kwartału pozostała w zasadzie bez zmian. Niewątpliwie wielkim wygranym w marcu były metale szlachetne, których ceny zwyżkowały od ok. 3,5% w przypadku platyny do ponad 10% w przypadku srebra. Kluczowy rynek, czyli złoto, także zanotował imponujący wzrost cen o ponad 9%. Warto odnotować, iż ostatni raz tak znaczący wzrost w trakcie miesiąca ceny złota miał miejsce w czerwcu 2020 r.

KLASA AKTYWÓW	INDEKS	↑ 1M	YTD	6M	9M	12M	24M	36M
AKCJE	MSCI World Value	4,32%	6,82%	16,17%	13,31%	15,81%	7,25%	16,02%
	MSCI World Small Cap	3,49%	3,82%	16,39%	10,83%	13,76%	1,34%	-1,04%
	MSCI World	2,98%	8,44%	20,45%	15,84%	23,12%	12,57%	22,23%
	MSCI Emerging Markets	1,91%	1,63%	9,20%	5,15%	5,06%	-8,88%	-20,97%
	MSCI World Growth	1,75%	10,03%	24,55%	18,25%	30,23%	16,50%	26,48%
	Indeks VIX	-2,91%	4,50%	-25,74%	-4,27%	-30,43%	-36,72%	-32,94%
FX I SUROWCE	Złoto spot	9,08%	8,09%	20,62%	16,18%	13,23%	15,09%	30,58%
	Ropa Brent	4,62%	13,55%	-8,22%	16,80%	9,67%	-18,93%	37,68%
	Bloomberg Commodity Index	2,89%	0,85%	-5,10%	-1,96%	-5,70%	-20,03%	19,23%
	Bloomberg Dollar Spot Index	0,13%	2,68%	-1,62%	1,00%	1,23%	4,50%	8,09%
	EURPLN	-0,22%	-0,83%	-6,88%	-2,84%	-7,96%	-7,35%	-7,03%
DŁUG	Bloomberg Global High Yield Index	1,51%	2,13%	10,87%	10,68%	12,91%	7,80%	3,66%
	Bloomberg Global Aggregate Index	0,56%	-2,07%	5,86%	2,07%	0,50%	-7,60%	-13,52%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Wracając do rynku stopy procentowej, pewną ciekawostką jest fakt, iż na koniec marca rynek stał się bardziej jastrzębi od samego Fed. Mówiąc inaczej, implikowana z rynku kontraktów na stopę funduszy federalnych ścieżka spadku stóp procentowych jest mniej stroma, aniżeli wynika to z najnowszych projekcji („kropki FOMC”) samego FOMC. W naszej ocenie, jest to wypadkowa słabszych danych o inflacji bazowej oraz wciąż wysokiej dynamice płac realnych w USA, co skłoniło inwestorów do uznania faktu, iż dojście do dynamiki inflacji na poziomie 2% będzie trwało znacznie dłużej niż jeszcze niedawno mogło się to wydawać. Niezmiennie głównym czynnikiem oddziałującym negatywnie pozostała inflacja cen usług, a dodatkowym problemem może okazać się także wtórna inflacja wynikająca ze wzrostu cen surowców, głównie ceny ropy naftowej, które zwyżkowały od początku roku o ponad 20%. To są naturalnie czynniki, które nie podważają długoterminowej ścieżki spadku tempa inflacji, lecz mogą one hamować apetyt na ryzyko i wywoływać turbulencje na rynkach akcji, szczególnie w sektorach tradycyjnie wrażliwych na zmienność na rynku stóp procentowych. Finalnie, o kierunku trendu na rynku akcji zadecydują wyniki spółek, lecz okres raportowania za I kw. 2024 r., rozpoczyna się w II połowie kwietnia, więc do tego czasu inwestorzy szukają inspiracji w danych makro. A te w USA pozostają od 2 lat lepsze od oczekiwań, co wydaje się, że ostatecznie pogrzebano „nadzieje” na recesję w amerykańskiej gospodarce. Poniżej indeks zaskoczeń danych makroekonomicznych dla USA opracowywany przez Citibank:



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Podsumowując, w kolejnych tygodniach rynki akcji powinny stopniowo przekierowywać uwagę na obszar raportowanych przez spółki wyników za I kw. br. Biorąc pod uwagę, iż w wielu przypadkach prognozy wyników spółek na ten okres można uznać za dość konserwatywne, zarysowuje się przestrzeń do pozytywnych zaskoczeń. Na poziomie dynamiki sprzedaży r/r spółki z indeksu NASDAQ100 winny zaraportować ponad 18% wzrost, co z kolei wydaje się poprzeczką zawieszoną umiarkowanie wysoko, gdyż ostatni raz przychody rosły w tym tempie w I kw. 2021 r.

INDEKSY (28.03.2024)	↑ 1M	YTD	6M	9M	12M	24M	36M
DAX	4,61%	10,39%	20,19%	14,52%	18,32%	28,29%	23,21%
STOXX 600 Europe	3,65%	7,03%	13,87%	10,98%	11,98%	12,46%	19,34%
Russell 2000	3,39%	4,81%	19,02%	12,49%	17,87%	2,63%	-4,32%
S&P 500	3,10%	10,16%	22,53%	18,07%	27,86%	15,98%	32,26%
Nikkei 225	2,56%	20,03%	26,09%	21,03%	43,25%	44,38%	37,66%
Dow Jones Industrial Average	2,08%	5,62%	18,80%	15,69%	19,63%	14,79%	20,70%
MSCI Emerging Markets	1,91%	1,63%	9,20%	5,15%	5,06%	-8,88%	-20,97%
NASDAQ Composite	1,79%	9,11%	23,91%	18,80%	34,02%	15,18%	23,65%
WIG	0,98%	5,46%	26,53%	22,98%	41,18%	27,50%	42,46%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

## 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, 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.**