



## Rynek długu

W kwietniu rentowności obligacji, zarówno na rynku polskim, jak i na rynkach bazowych kontynuowały wzrosty, głównie za sprawą danych z amerykańskiej gospodarki. Inflacja CPI w USA wzrosła w marcu do 3,5% z 3,2% w lutym, co potwierdziło obawy inwestorów o przebieg procesu dezinflacji za oceanem, jednocześnie powodując spadek oczekiwanej skali obniżek stóp procentowych. Obawy dodatkowo wzmocnione zostały przez wypowiedzi członków FOMC, którzy stwierdzili, że inflacja nie spada tak szybko, jak się spodziewali, do osiągnięcia długoterminowego celu inflacyjnego konieczne jest wyhamowanie tempa wzrostu gospodarczego. Niektórzy z członków FOMC przewidują tylko jedną obniżkę, dopiero w czwartym kwartale tego roku. Nieco bardziej gołębi był w swoich wypowiedziach Jerome Powell, który stwierdził, że ostatnie dane nie zmieniły znacząco perspektyw dalszej dezinflacji i bank centralny ma czas na ocenę danych przed przeprowadzeniem obniżek stóp procentowych, które są możliwe jeszcze w tym roku. Żaden z bankierów nie sprecyzował jednak ani horyzontu czasowego, ani zakresu planowanych działań polityki monetarnej.

Dane o inflacji w Stanach zebrały również żniwo w postaci wzrostów rentowności polskich papierów skarbowych. Finalnie polskie papiery zakończyły miesiąc wzrostami odpowiednio: obligacje dziesięcioletnie z 5,43% w marcu do 5,71% w kwietniu, pięcioletnie z 5,33% do 5,57%, dwuletnie z 5,11% do 5,30%. Rentowności niemieckich papierów skarbowych wzrosły z 2,29% do 2,58%.

Ministerstwu Finansów udało się w kwietniu uplasować obligacje za 18 mld PLN przy popycie ponad 24 mld PLN, największym zainteresowaniem cieszyły się obligacje pięcioletnie o stałym i zmiennym kuponie.

Pomimo dobrych wstępnych danych za marzec dotyczących inflacji w Polsce, 1,9% (zrewidowane do 2%) co jest najniższym wynikiem od 2019 roku, stopy procentowe pozostały na niezmiennym poziomie. Spadek inflacji jest według prezesa NBP sukcesem banku centralnego, ale nie stanowi podstaw do rozpoczęcia rozmów na temat obniżki stóp procentowych. Prezes Głapiński dostrzega argumenty za ostrożnym utrzymywaniem stóp bez zmian, w trybie śledzenia napływających danych. Jednym z nich jest brak pewności dotyczącej decyzji rządu w sprawie cen energii, które, w zależności od podjętych działań mogą doprowadzić do wzrostu inflacji w okolice 3,9%, a 7,5% pod koniec tego roku. Kolejnymi argumentami jest wzrost płac realnych i luźna według prezesa polityka fiskalna oraz obawy geopolityczne. W ciągu 2-3 miesięcy możliwe będzie dokonanie oceny wpływu zmiany cen energii i polityki fiskalnej na inflację, co pozwoli na formułowanie poglądów na temat perspektywy stóp procentowych po 2024 roku, co z kolei sugeruje brak obniżek w tym roku.

W świetle wypowiedzi szefów FED i prezesa NBP najbliższa w czasie wydaje się być obniżka stóp przez Europejski Bank Centralny. Podczas kwietniowego posiedzenia stopy nie zostały wprawdzie zmienione, ale w komunikacie pojawiła się informacja, że gdyby kolejne dane zwiększyły przekonanie Rady Prezesów, że inflacja zbliża się trwale do celu, należałoby obniżyć stopy procentowe. Wszystkie decyzje Rada podejmuje w oparciu o napływające dane, a wśród czynników ryzyka, które mogłyby opóźnić luzowanie polityki pieniężnej Ch. Lagarde wymienia rosnące szybciej od prognoz płace i marże oraz czynniki geopolityczne. Jeśli jednak dane w maju potwierdzą obniżanie się presji płacowej, pierwsza obniżka możliwa jest w połowie roku.



## Rynek akcji polskich

W kwietniu obserwowaliśmy kontynuację wzrostów na warszawskiej giełdzie, chociaż tempo poprawy nie było spektakularne. Z uwagi jednak na fakt, że pozostałe ważniejsze europejskie indeksy (Stoxx600 -1,5%), a także giełda amerykańska (S&P500 -4,1%, Nasdaq100 -4,5%) w minionym miesiącu spadały, to ponad dwuprocentowy wzrost WIG zdecydowanie należy wyróżnić. Motorem napędowym zwyżek były największe warszawskie spółki. Stopa zwrotu z WIG20TR wyniosła 4,1% w kwietniu, podczas gdy MWIG40TR urósł jedynie 0,5%, a stopa zwrotu z SWIG80TR wyniosła 0,2%. Relatywna siła GPW pozwala w naszej ocenie z optymizmem patrzeć w przyszłość, tym bardziej, że aprecjacji cen rynkowych, towarzyszy oczekiwanie poprawy wskaźników makroekonomicznych gospodarki.

W zgodnej ocenie bankowych ekonomistów i strategów, kołem zamachowym gospodarki w 2024 roku powinna być konsumpcja prywatna. Duży fiskalny stymulus i rosnące realne wynagrodzenia, powinny stanowić wsparcie dla sprzedaży detalicznej. Opublikowane dane wskazują na dwucyfrowe tempo wzrostu pensji oczyszczonych o inflację w marcu. Coraz lepiej widzimy to w wynikach spółek, szczególnie z segmentu branż i produktów, które są uważane za luksusowe lub opcjonalne, a ich zakup zależy od dostępności środków finansowych konsumentów oraz ich poziomu zamożności. Do najjaśniejszych gwiazd giełdy w kwietniu należała spółka CCC, której kurs urósł niemal o 1/3. Inwestorzy wierzą w rozpoczęty proces restrukturyzacji kosztów, który w połączeniu z nowymi umowami z dużymi markami obuwicznymi i dobrym otoczeniem popytowym, pozwala budować solidne fundamenty pod poprawę zysków w krótkim terminie. Pozostałe duże spółki sektora, również kończyły miesiąc na plusie, na uwagę zasługuje kolejna sprzedaż akcji od największych akcjonariuszy Allegro, która tym razem nie była w stanie zepsuć sentymentu wokół giganta polskiego handlu internetowego.

Dużo emocji dostarczyły inwestorom wypowiedzi polityków dotyczące przyszłych działań skarbu państwa w sektorze energetycznym i niekończącej się sagi związanej z transformacją energetyczną i wydzieleniem aktywów węglowych ze spółek. Minister przemysłu, w wywiadzie dla jednej ze stacji telewizyjnych, wyraziła się krytycznie o całym projekcie, przedstawiając zarys swojego pomysłu na podejście do problemu polskiego węgla. Kursy akcji wytwórców energii efektownie runęły i ostatecznie nie podniosły się do końca miesiąca, chociaż w międzyczasie pojawiło się prasowe dementi ze strony Ministerstwa Aktywów Państwowych. Widać, że proces jest politycznie trudny i skomplikowany, a zmiana rządu tylko przesunęła go w czasie. I chociaż skala ewentualnych korzyści dla akcjonariuszy mniejszościowych w tych spółkach wydaje się atrakcyjna, to niepewność związana z całym tym wydarzeniem wzrosła, a jej rozwiązania nie należy się spodziewać w perspektywie najbliższych kwartałów.

Wśród pozostałych spółek, o średniej i mniejszej kapitalizacji, należy wyróżnić wciąż dobre zachowanie kursów developerów mieszkaniowych, a także spółek finansowych, z XTB na czele. Na drugim biegunie znajdują się spółki przemysłowe i producenci gier, których wyniki finansowe zaskakiwały negatywnie.



## Globalny Rynek Akcji

W kwietniu dominującą narracją na rynkach akcji był stopniowy dalszy spadek oczekiwań odnośnie obniżki stóp przez Fed w tym roku, a zachowanie rynków istotnie przypominało wyprzedzą z października ubiegłego roku. Na koniec miesiąca rynki dyskontowały jedynie symboliczną, jedną obniżkę i to dopiero pod koniec roku, co jest radykalną zmianą nastawienia w stosunku do oczekiwań z początku roku, kiedy to zakładane było 5 obniżek. Niewątpliwie ta zmiana wpłynęła negatywnie na wyceny na rynkach akcji, zwłaszcza w segmentach najbardziej wrażliwych na poziom rynkowych stóp procentowych takich jak sektor technologiczny, biotechnologii oraz konsumpcji dóbr wyższego rzędu. Jednocześnie rentowności amerykańskich 10-latek wzrosły w kwietniu o ponad 40 punktów bazowych, lecz warto jednak zauważyć, iż wzrost rentowności trwa od końcówki grudnia, a do październikowych szczytów brakuje jeszcze kolejnych 40 punktów bazowych. Wracając na chwilę do feralnego października minionego roku, zwracamy uwagę, iż wtedy także mieliśmy za sobą już kilkumiesięczny wzrost rentowności, obawy o tempo spadku dynamiki inflacji i jastrzębi Fed...

KLASA AKTYWÓW	INDEKS	↑ 1M	3M	YTD	6M	12M	24M	36M
AKCJE	Indeks VIX	20,29%	9,06%	25,70%	-13,73%	-0,82%	-53,14%	-15,91%
	MSCI Emerging Markets	0,53%	7,19%	2,17%	14,29%	7,05%	-2,81%	-22,38%
	MSCI World Value	-3,56%	2,87%	3,02%	16,14%	9,83%	9,05%	8,67%
	MSCI World	-3,83%	3,12%	4,30%	19,38%	16,55%	18,23%	12,47%
	MSCI World Growth	-4,08%	3,36%	5,54%	22,45%	23,07%	26,97%	14,21%
	MSCI World Small Cap	-5,16%	1,31%	-1,54%	17,67%	8,17%	4,40%	-9,56%
FX I SUROWCE	Złoto spot	2,53%	12,10%	10,82%	15,24%	14,89%	20,52%	29,23%
	Bloomberg Commodity Index	2,20%	3,16%	3,07%	-2,81%	-2,53%	-21,48%	12,52%
	Bloomberg Dollar Spot Index	1,65%	2,25%	4,37%	-0,82%	3,18%	1,68%	11,72%
	EURPLN	0,60%	0,07%	-0,24%	-2,70%	-5,51%	-7,51%	-4,93%
	Ropa Brent	0,43%	7,53%	14,04%	0,51%	10,46%	-19,65%	30,65%
DLUG	Bloomberg Global High Yield Index	-0,84%	1,46%	1,27%	10,99%	11,25%	12,04%	0,87%
	Bloomberg Global Aggregate Index	-2,54%	-3,22%	-4,55%	4,43%	-2,47%	-4,73%	-16,76%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Tłem kwietniowej wyprzedząży były wyższe od oczekiwań odczyty dynamiki inflacji z USA, aczkolwiek wskazujemy, iż wyższe od konsensusu odczyty dynamiki bazowej CPI publikowane były już od grudnia, lecz wydaje się, że dopiero w kwietniu szerokie grono inwestorów straciło „odporność” na nieco gorszą serię odczytów. W naszych komentarzach wielokrotnie wskazywaliśmy, iż silny amerykański rynek pracy „nie pozwoli” na łatwy spadek dynamiki inflacji w USA poniżej 3% i dalej, do docelowych 2%. W ostatnich miesiącach to się potwierdziło, lecz nie oznacza to jednocześnie, iż dynamika inflacji w amerykańskiej gospodarce ponownie weszła w spiralę wzrostową. Naszym zdaniem, w obecnej układance makroekonomicznej poziomem optymalnym jest dynamika inflacji w okolicy 3%, co nie wyklucza kilku obniżek stóp przez Fed w perspektywie 12-24 miesięcy, i rynki będą musiały się z tym pogodzić.

Z poziomu komunikatów Fed podkreśla, że dynamika wzrostu cen na poziomie 3% jest problemem, ale znacznie większym byłoby wpędzenie gospodarki w stagflację, dlatego też w naszej ocenie spekulacje odnośnie możliwości dalszego podwyższania stóp przez Fed nie mają logicznych podstaw. Nie ma zresztą żadnej pewności, iż dalsze podnoszenie stóp i ewentualne wpędzenie gospodarki w recesję spowoduje spadek dynamiki inflacji w okolice 2% r/r, gdyż za podwyższoną dynamiką cen stoją liczne czynniki strukturalne, a nie cykliczne, w tym zwłaszcza istotny niedobór siły roboczej na amerykańskim rynku pracy, na co wielokrotnie zwracaliśmy uwagę.

W trakcie kwietniowej korekty na rynkach akcji dużą uwagę przykuwała słabość sektora półprzewodników, który obrazowany indeksem Bloomberg World Semiconductor, stracił w kwietniu 5,69% wartości. O ile akcje prymusa sektora, czyli Nvidii, zniżkowały o skromne 4,38%, o tyle akcje części reprezentantów sektora traciły w dwucyfrowym tempie. Po kilku kwartałach dynamicznego wzrostu wycen w sektorze oraz raportowania lepszych od oczekiwań wyników inwestorzy najwyraźniej nabrali obaw, iż pewna nieefektywność w wycenach została zamknięta z nawiązką, a wyniki za I kw. mogą nie być na tyle dobre, aby uzasadnić dalsze wzrosty, przynajmniej w średnim terminie. Dodatkowym paliwem do spadków były wyżej omówione czynniki makro oraz sygnały z rynku długu. Rozpoczęty w II połowie miesiąca okres raportowania wyników kwartalnych nie uspokoił nastrojów, gdyż wyniki Intela mocno rozczarowały i notowania tej spółki zakończyły miesiąc na ponad 30-procentowym minusie. Jednakże warto podkreślić, iż problemy Intela z utrzymaniem pozycji rynkowej i technologicznym niedopasowaniem do wyzwań w branży są znane od kilku lat i w efekcie, spółka od dawna rozczarowuje inwestorów i generuje stopy zwrotu daleko poniżej benchmarków dla sektora. Niemniej, topowy w ostatnich kwartałach sektor półprzewodników, będący jednocześnie kluczowym motorem hossy na rynkach akcji złapał „zadyszkę”, co dodatkowo przyczyniło się do pogorszenia nastrojów inwestorów w kwietniu br.

INDEKSY (30.04.2024)	↑ 1M	3M	YTD	6M	12M	24M	36M
WIG	2,20%	9,24%	7,79%	18,14%	34,35%	46,43%	39,07%
MSCI Emerging Markets	0,53%	7,19%	2,17%	14,29%	7,05%	-2,81%	-22,38%
STOXX 600 Europe	-1,52%	3,96%	5,41%	16,43%	8,20%	12,10%	15,43%
DAX	-3,03%	6,08%	7,05%	21,08%	12,62%	27,20%	18,47%
S&P 500	-4,16%	3,92%	5,57%	20,07%	20,78%	21,87%	20,44%
Nikkei 225	-4,39%	5,84%	14,77%	24,46%	33,09%	43,05%	33,29%
NASDAQ Composite	-4,41%	3,26%	4,31%	21,84%	28,06%	26,94%	12,14%
Dow Jones Industrial Average	-5,00%	-0,88%	0,34%	14,41%	10,90%	14,67%	11,63%
Russell 2000	-7,09%	1,36%	-2,62%	18,75%	11,58%	5,89%	-12,91%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Podsumowując, rynki są w trakcie „trawienia” raportów kwartalnych ze spółek, przy czym u progu maja zdążyła już zaraportować większość ze spółek zgrupowanych w indeksie S&P 500. Na poziomie zagregowanym, emitenci wykazali przychody i zyski netto wyższe od oczekiwań rynkowych o odpowiednio ok. 1,3% oraz niemal 9%. W drugim przypadku jest to najwyższe odchylenie in plus na przestrzeni wielu kwartałów, a odpowiadają za nie głównie spółki z sektorów dóbr konsumenckich, ochrony zdrowia oraz usług komunikacyjnych, a z kolei na poziomie przychodów najwyższe pozytywne zaskoczenia wykazały spółki finansowe oraz nieruchomościowe. In minus odchylił się tylko sektor przedsiębiorstw użyteczności publicznej. Spółki amerykańskie niejako „urzędowo” pokonują konsensusy, więc zazwyczaj większe znaczenie mają prognozy wyników spółek anonsowane na kolejne okresy. Na tym polu, podobnie

jak w przy okazji wyników za IV kw., widzimy utrzymany wysoki poziom konserwatyzmu, co przy skorygowanych wycenach wielu spółek u progu sezonu wyników pozostawia zwiększony potencjał do pozytywnych zaskoczeń w dalszej części roku.

## 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.**