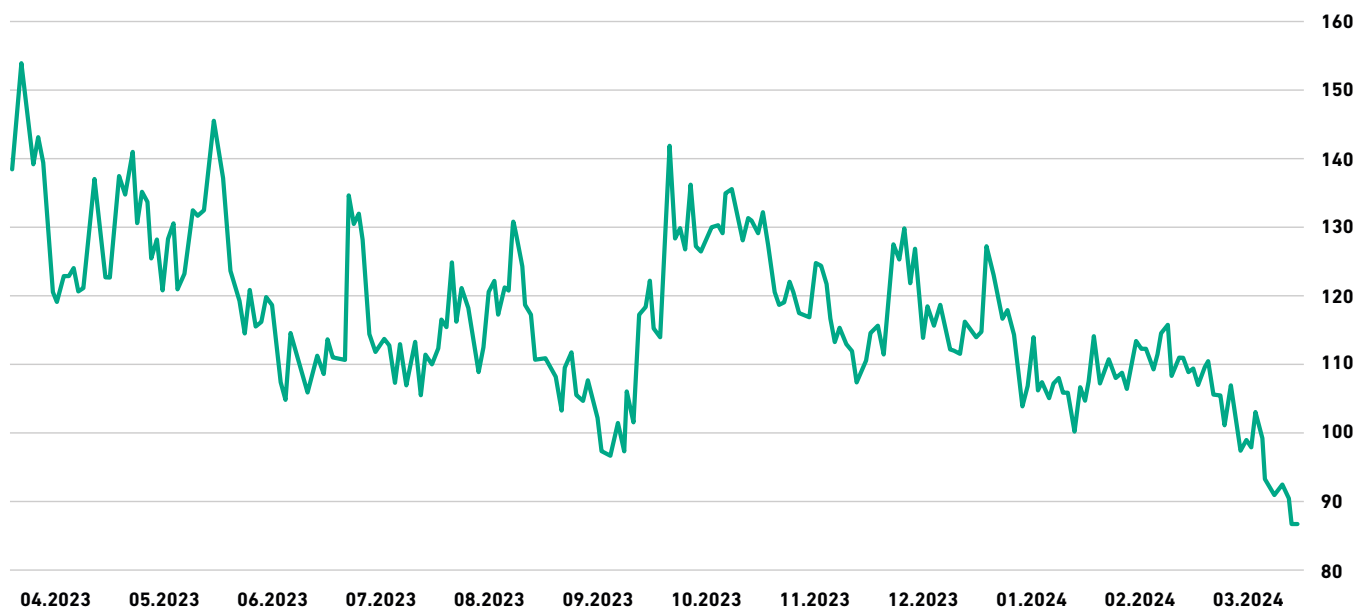


Kwiecień 2024

RYNEK DŁUGU

Marzec na rynkach dłużnych był miesiącem raczej spokojnym pomimo kalendarza bogatego w posiedzenia banków centralnych, m.in. amerykańskiego FED, ECB czy Banku Japonii. Amerykańska dziesięcioletka zakończyła kwartał blisko poziomów z końca lutego, z kolei rentowności niemieckich bundów spadły w tym okresie o ok. 10 punktów bazowych. Rentowności na rynkach bazowych poruszały się w wąskich przedziałach wokół 4,20% dla 10y US Treasury i 2,30% dla niemieckiego odpowiednika. Beneficjentami spadającej zmienności na amerykańskim rynku stopy procentowej, którą opisuje m.in. indeks MOVE, były w szczególności aktywa najbardziej ryzykowne.

ICE BofA MOVE Index opisuje implikowaną zmienność na rynku stopy procentowej w Stanach Zjednoczonych



Źródło: Bloomberg

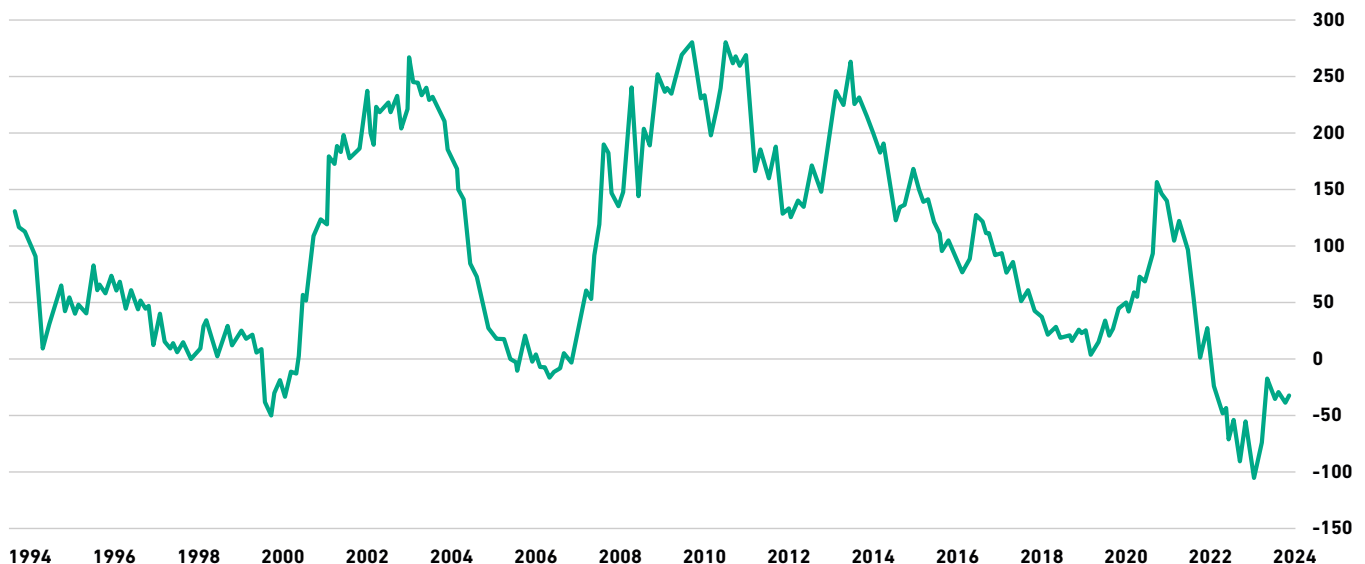
Marcowe posiedzenie FOMC zostało przez inwestorów przyjęte spokojnie. Uczestnicy rynku obawiali się, że FED w swoich projekcjach zmniejszy skalę cięć stóp przewidzianych na bieżący rok, co znajdzie swój wyraz w podniesieniu tzw. „kropki” na 2024 rok. Oczekiwania na 2024 rok nie zmieniły się, za to o 25 p.b. wyżej przesunęła się mediana oczekiwań na rok 2025, a także tzw. Longer term dot. Członkowie FOMC oczekują trzech obniżek stóp w tym roku, trzech w kolejnym i wyższej stopy neutralnej. Podniesienie długoterminowej kropki, czyli stopy neutralnej, jest spójne z widoczną w danych zaskakującą siłą gospodarki amerykańskiej w ostatnich kwartałach. Wydzwięk konferencji J. Powella był raczej neutralny- FED zanim zdecyduje się na obniżki czeka na więcej dowodów na trwały spadek inflacji.

Również na posiedzeniu ECB, zgodnie z oczekiwaniami, nie było zmian w stopach procentowych. Zaprezentowane nowe projekcje makroekonomiczne pokazały rewizję w dół zarówno wzrostu PKB, jak i inflacji w kolejnych latach. W związku z dosyć pesymistyczną oceną kondycji gospodarki strefy euro podczas konferencji po posiedzeniu Ch. Lagarde wskazała czerwiec jako potencjalny moment pierwszej obniżki ECB.

Nieoczekiwanie, jako pierwszy z najważniejszych banków centralnych, swoje stopy o 25 p.b. obniżył SNB. W przeciwieństwie do innych krajów DM inflacja w Szwajcarii w ostatnich miesiącach pozostawała w celu i według prognoz SNB ma pozostać w nim w całym horyzoncie projekcji makroekonomicznych.

Do wzrostu zmienności na rynkach dłużnych w marcu nie doprowadził również Bank Japonii, który po blisko 17 latach braku zmian w poziomie stóp, zdecydował o ich podniesieniu. Jest to działanie o tyle istotne, że kończy erę stosowania przez banki centralne ujemnych stóp procentowych, które obserwowaliśmy w czasach post - GFC.

Nachylenie krzywej obligacji 2y vs 10y w US. Inwersja krzywej rentowności trwa już ponad 400 dni i jest najdłuższa w historii



Źródło: Bloomberg

Rentowności na krzywej POLGB w marcu wzrosły o ok. 15 punktów bazowych, poruszając się w odmiennym kierunku niż te na rynkach rozwiniętych. Spready polskich 10- latek do obligacji rynków bazowych przejściowo rozszerzyły się nawet o trzydzieści p.b., jednak po osiągnięciu tegorocznych maksimów (ok. 320 p.b. vs Bund i 135 vs UST) spready ponownie uległy zawężeniu. Z kolei asset swap spready i discount margins dla obligacji WZ poruszały się w marcu w trendzie bocznym.

Dla obligacji stałokuponowych dobrą informacją byłyby opublikowane pod koniec miesiąca dane o inflacji CPI, która wyniosła w marcu 1,9% r/r wobec 2,8% w lutym, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego. Według wstępnego szacunku in minus zaskoczyła inflacja w kategorii „żywność i napoje bezalkoholowe”, co było zapewne skutkiem wojny cenowej, którą toczą obecnie największe sieci handlowe. Nie należy jednak zapominać, że presja inflacyjna jest w polskiej gospodarce nadal obecna, na co wskazuje m.in. wzrost inflacji bazowej o 0,5% m/m.

Na dobrą perspektywę dla konsumentów w najbliższym czasie wskazują też dane o wynagrodzeniach, które nominalnie wzrosły w lutym o 12,9% r/r, co daje ok. 10 procent realnego wzrostu płac r/r i jest wartością najwyższą od 1999 roku.

Istotnym czynnikiem ryzyka w percepcji inwestorów zagranicznych może być kwestia możliwości postawienia prezesa NBP przed Trybunałem Stanu. Zwiększa to w pewnej mierze niepewność co do kształtu przyszłej polityki pieniężnej odnośnie poziomu stop oraz może rodzić kontrowersje wokół narzędzia jakim jest skup obligacji przez bank centralny.

W najbliższym czasie na rynkach dłużnych najprawdopodobniej utrzymany zostanie trend boczny.

AKCJE ZAGRANICZNE

Stopy zwrotu na 29.03.2024

	MTD%	QTD%	YTD%
S&P500	3.1%	10.2%	10.2%
Nasdaq	1.8%	9.1%	9.1%
Stoxx600	3.7%	7.0%	7.0%
RTY Index	3.4%	4.8%	4.8%
DAX	4.6%	10.4%	10.4%
MSCI Emerging Mkts	1.9%	1.6%	1.6%
MSCI World	3.0%	8.4%	8.4%

Źródło: Bloomberg

Marzec był udanym miesiącem dla globalnych rynków akcji. Indeksy głównych rynków rozwiniętych rosły o ponad 5%, wspierane apetytem na ryzyko i pozytywnym sentymentem wynikającym z coraz większej pewności dotyczącej losów gospodarki światowej. Wraz z pojawiającymi się danymi makro zza oceanu coraz więcej inwestorów nabierało przekonania, że gospodarka USA uniknie recesji. Po wystąpieniu prezesa FED, trajektoria spadku stóp procentowych powinna zostać skorygowana. Scenariusz „higher for longer” nie miał jednak negatywnych skutków dla aktywów ekspozycyjnych na ryzyko. Wręcz przeciwnie – marzec był pierwszym w tym roku miesiącem silniejszego zachowywania się spółek niezwiązanych ze sztuczną inteligencją.

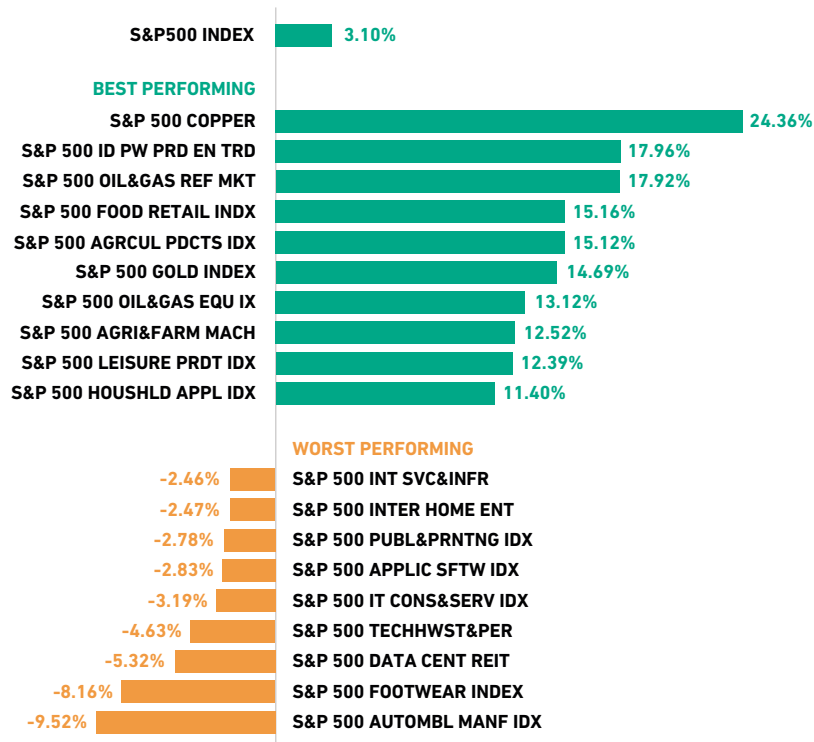


**Marzec był pierwszym w tym roku
miesiącem silniejszego zachowywania
się spółek niezwiązanych ze sztuczną
inteligencją.**



W marcu nastąpiła rotacja sektorowa, zdominowana przez silne wzrosty spółek ekspozycyjnych na surowce - wydobywczych, paliwowych, producentów żywności, ale też producentów energii odnawialnej. Nieco gorzej w USA zachowywały się spółki ekspozycyjne na konsumenta, co także było wynikiem nieinspirujących danych makro na temat sprzedaży detalicznej w połowie miesiąca. Ponadto, rosnące ceny paliw mogły rzutować na ocenę siły konsumentów w USA, którzy są bardzo wrażliwi na gwałtowne wzrosty cen energii.

Stopy zwrotu z poszczególnych sektorów indeksu S&P500 marcu 2024



Źródło: Bloomberg

Ubiegły miesiąc obfitował także w wydarzenia związane z sektorem technologicznym, co pomimo niesprzyjającego sentymentu makro (wyższe stopy na dłużej, rosnące ceny energii) sprzyjało kontynuacji wzrostów w tych sektorach. Już na przelocie lutego i marca wyniki Dell i HP wskazały na bardzo silny popyt w segmencie serwerów i komputerów PC, wspierając narrację wskazującą na cykliczne odbicie sektora hardware komputerowego. Następnie swoje prezentacje na temat nowych produktów miał AMD oraz Nvidia, która zaprezentowała nowy superchip do procesorów AI, co napędziło dalsze rynkowe spekulacje na temat trajektorii wzrostu tego sektora. W końcówce miesiąca wyniki przedstawił Micron, producent pamięci RAM, który pozytywnie zaskoczył rynek wielkością zamówień i sprzedaży, mocno wspieranym przez trendy wokół inwestycji w sztuczną inteligencję. Relatywnie słabo względem sektora technologicznego zachowuje się nadal Apple, co jest wynikiem słabej sprzedaży telefonów w Chinach, oraz ostatnich presji regulacyjnych w USA i Unii Europejskiej, a także braku jasnej komunikacji ze spółki na temat posiadanych kompetencji w zakresie AI.

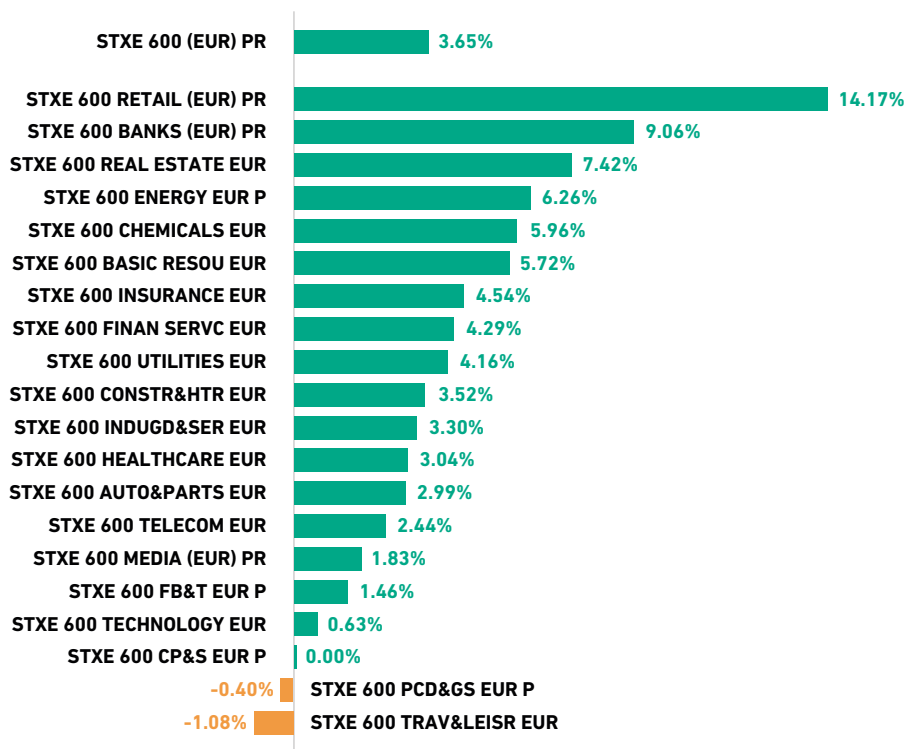


**Na rynkach europejskich
w marcu obserwowaliśmy
istotną poprawę nastrojów.**



Na rynkach europejskich w marcu obserwowaliśmy istotną poprawę nastrojów, co wynika prawdopodobnie z odreagowania słabego zachowania od początku roku, odbijania wskaźników PMI (już blisko poziomu 50), oraz uspokajających wyników spółek. Dobrze wypadły w marcu sektory konsumenckie – przykładem reakcja na wyniki H&M oraz Zalando. Liderami wzrostów były banki, spółki konsumenckie i przemysł (chemia, energetyka). Nadal silny był sektor obronności za sprawą napięć politycznych i bardzo silnych oczekiwań w sprawie zamówień publicznych.

Stopy zwrotu z poszczególnych sektorów indeksu Stoxx600 marcu 2024



Źródło: Bloomberg

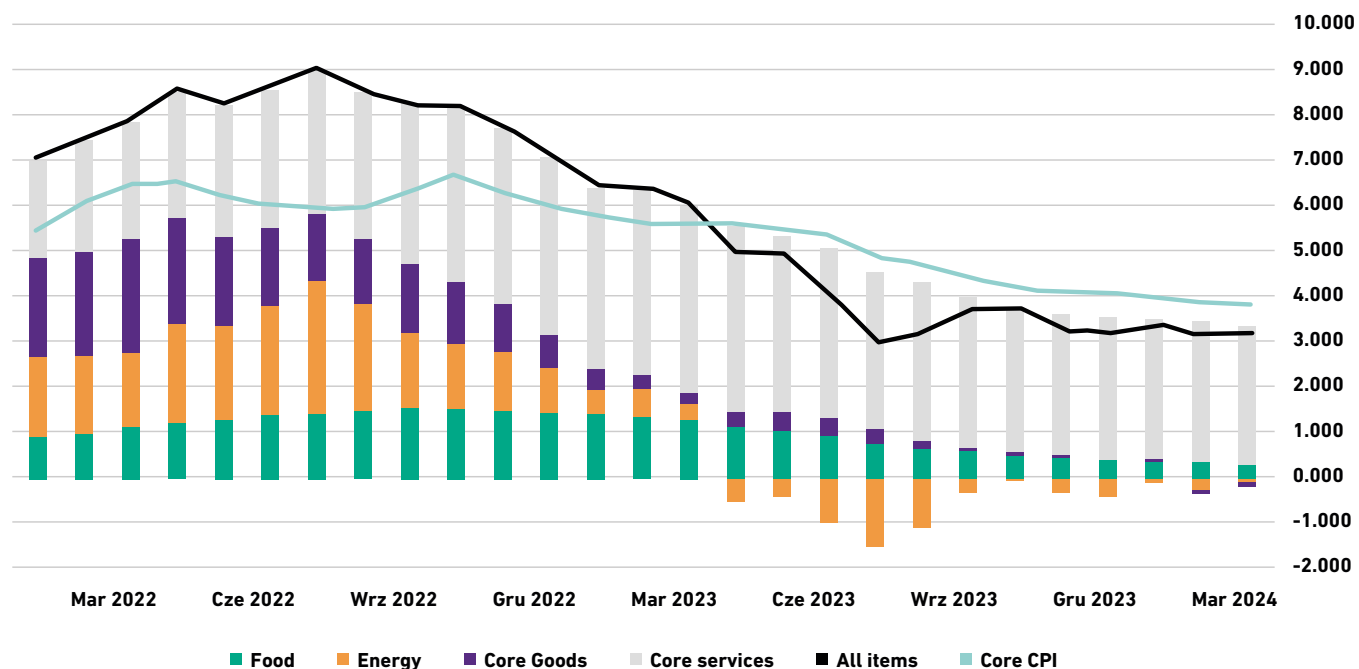
Podsumowując, pozostajemy pozytywnie nastawieni do globalnych rynków akcji w średnim terminie. Scenariusz „higher-for-longer” i „soft-landing” wpisuje się w nasze założenia inwestycyjne. Stawiamy na dalsze odbicie sektorów cyklicznych oraz brak silnej recesji na rynkach rozwiniętych. Pozostajemy jednak uważni na jakiegokolwiek sygnały świadczące o kruchości wzrostu gospodarczego, co skłoniłoby nas do bardziej ostrożnego podejścia do ekspozycji na akcje.



**Scenariusz „higher-for-longer”
i „soft-landing” wpisuje się
w nasze założenia inwestycyjne.**

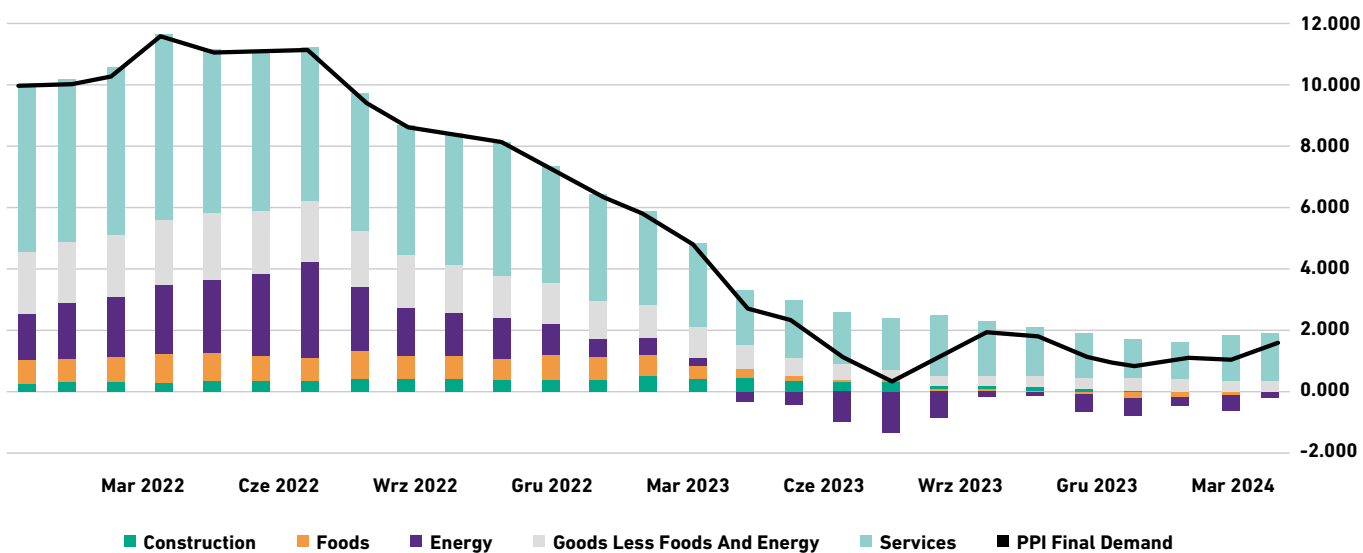


Inflacja CPI w USA



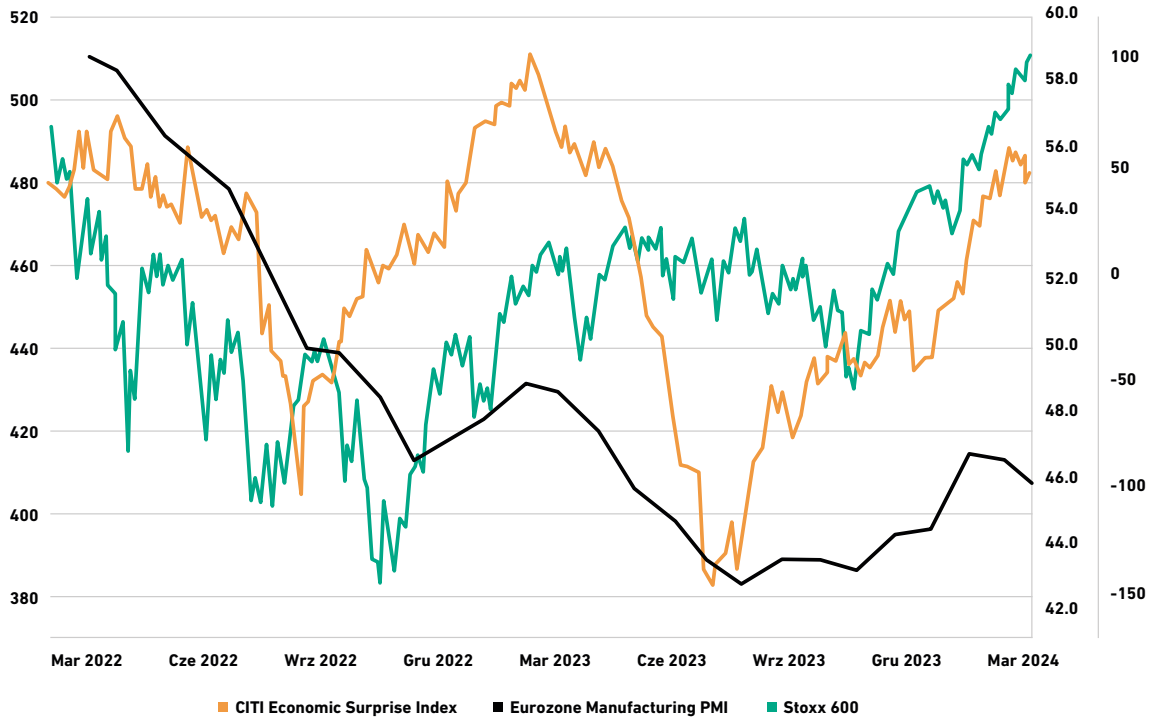
Źródło: Bloomberg

Inflacja PPI w USA



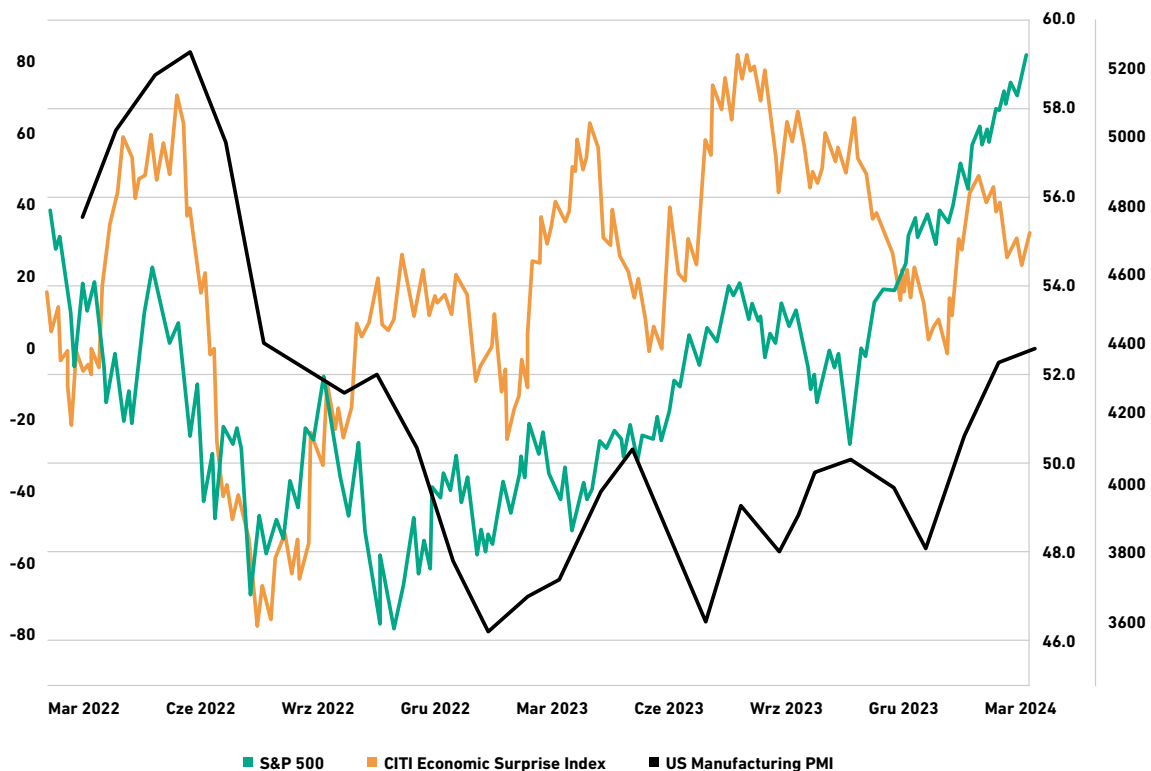
Źródło: Bloomberg

CITI Economic Surprise indicator EU vs Stoxx600 I PMI w EU



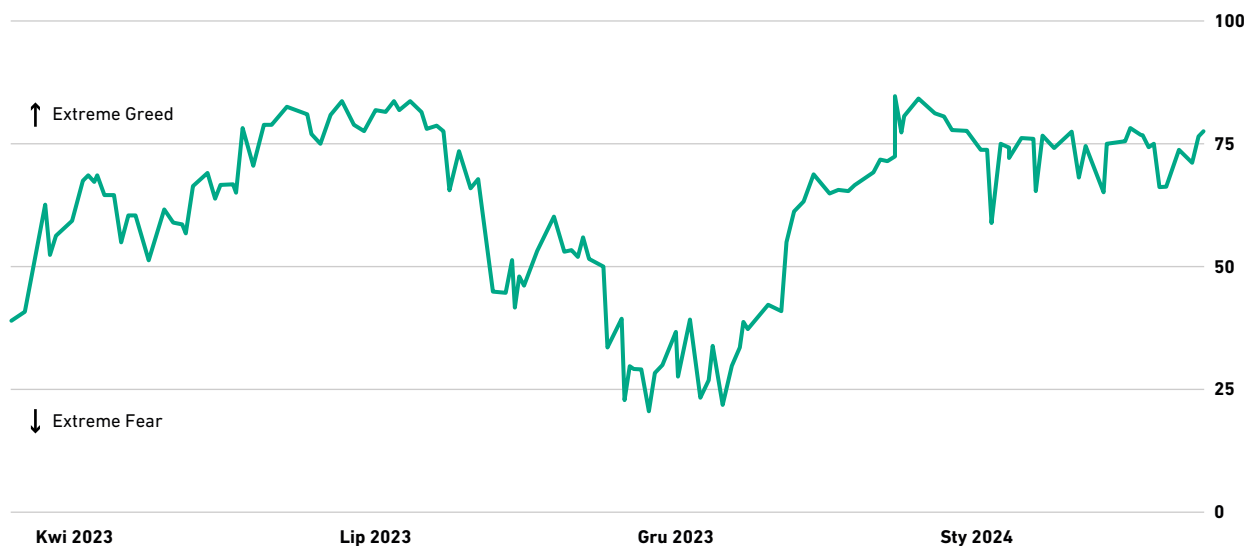
Źródło: Bloomberg

CITI Economic Surprise indicator vs S&P500 I PMI w USA



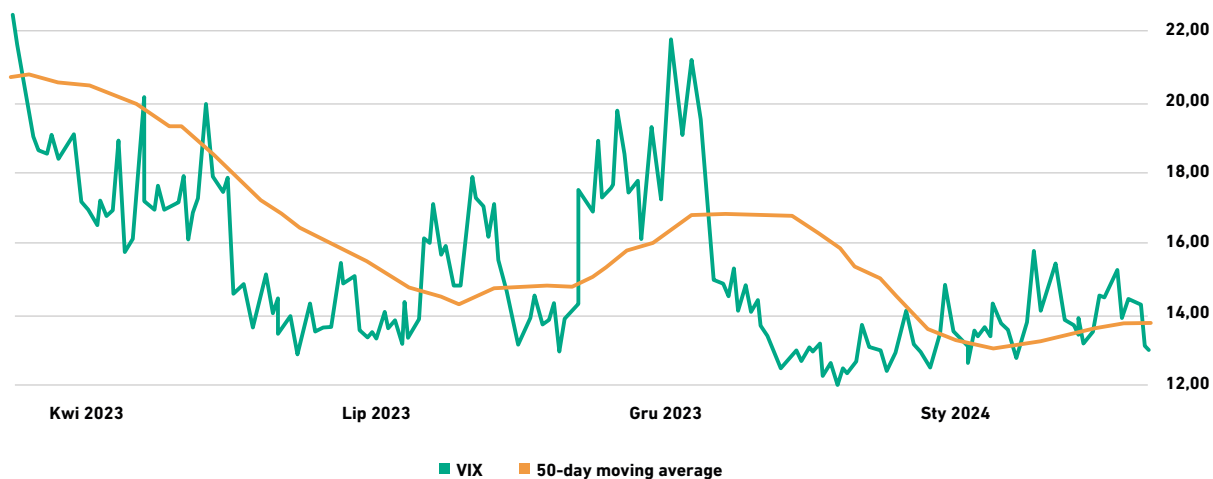
Źródło: Bloomberg

Fear & Greed Index w USA



Źródło: CNN

Zmienność VIX



Źródło: CNN

AKCJE POLSKIE

Stopy zwrotu za marzec 2024

	MTD%	QTD%	YTD%
WIG	1.0%	5.5%	5.5%
WIG20	0.7%	4.0%	4.0%
WIG Banki	5.4%	22.3%	22.3%
mwig40 index	1.4%	9.4%	9.4%
swig80 index	1.6%	5.9%	5.9%

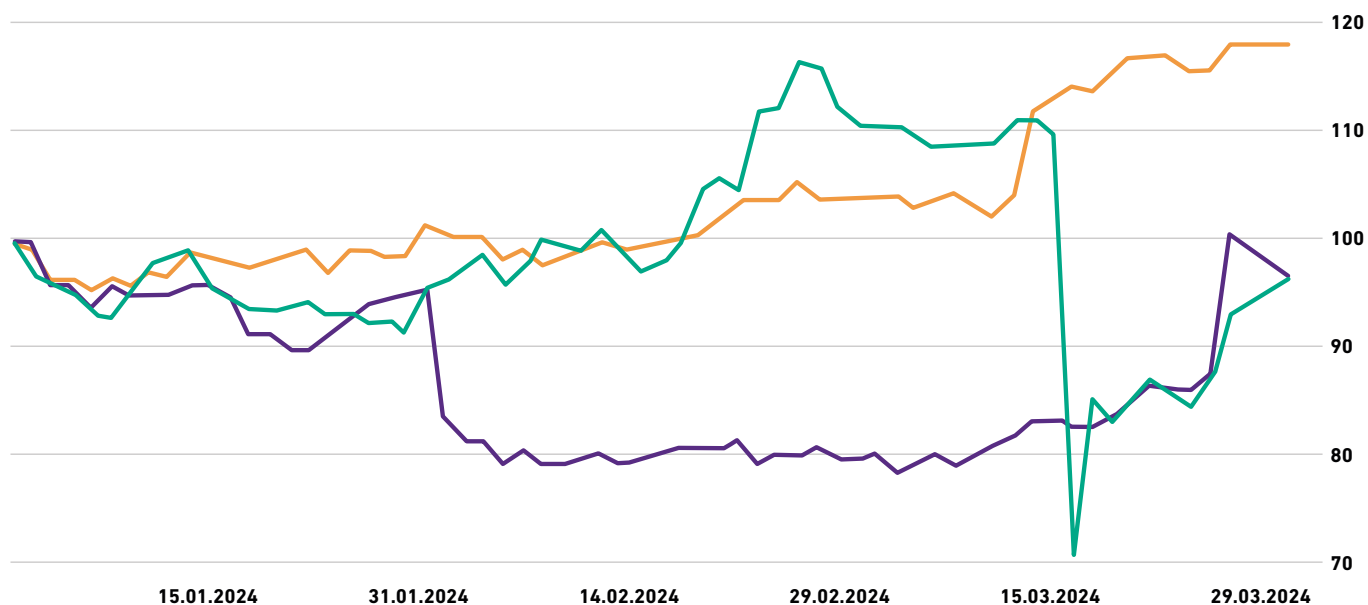
Źródło: Bloomberg

Rynek w Warszawie pozostał bardzo mocny w marcu, jednak w tym miesiącu był istotnie słabszy od rynków krajów rozwiniętych. Na zachowaniu szerokiego rynku ciążyły głównie spółki największe z WIG20, za sprawą mocnej korekty na spółkach detalicznych. Spółki mniejsze i średnie zachowywały się istotnie lepiej. Relatywnie silne w marcu były sektory: bankowy – za sprawą korzystnego otoczenia makro i utrzymujących się bardzo dobrych wyników oraz perspektywy wypłaty dywidend (Alior, Santander), deweloperzy mieszkaniowi – prezentowane wyniki spółek dają nadzieje na dłuższy cykl wysokiej sprzedaży i silnych marż oraz mniejsze spółki konsumenckie – Benefit, Rainbow Tours, co jest potwierdzeniem kondycji konsumenta w Polsce.

Marzec był także miesiącem, w którym wiele spółek państwowych poznało nowe zarządy. Nie było to jednak zaskoczeniem dla rynku, jednak postrzegamy zmiany te jako pozytywne w dłuższym okresie ze względu na fakt, że wielu członków zarządu jest doświadczonymi specjalistami w swoich branżach, wybranych ze względu na posiadane kompetencje, a nie kwestie polityczne. Rzutuje to pozytywnie na Corporate governance państwowych spółek.

Wydarzeniem miesiąca był opublikowany raport w połowie miesiąca przez zagranicznego short-sellera na temat działalności LPP w Rosji, który spowodował załamanie kursu w dniu publikacji o prawie 40%. Inwestor zarzucał spółce utrzymanie działalności w kraju, pomimo jednoznacznej komunikacji ze spółki o trwającym procesie wyjścia z tego kraju. W kolejnych dniach spółka odnosiła się do publikacji, negując stawiane tezy i wyjaśniając szczegółowo niejasności. Do końca miesiąca kurs odrobił część spadków, jednak wokół spółki utrzymał się negatywny sentyment, który może na dłużej zniechęcać inwestorów zagranicznych do powrotu do inwestycji w nią.

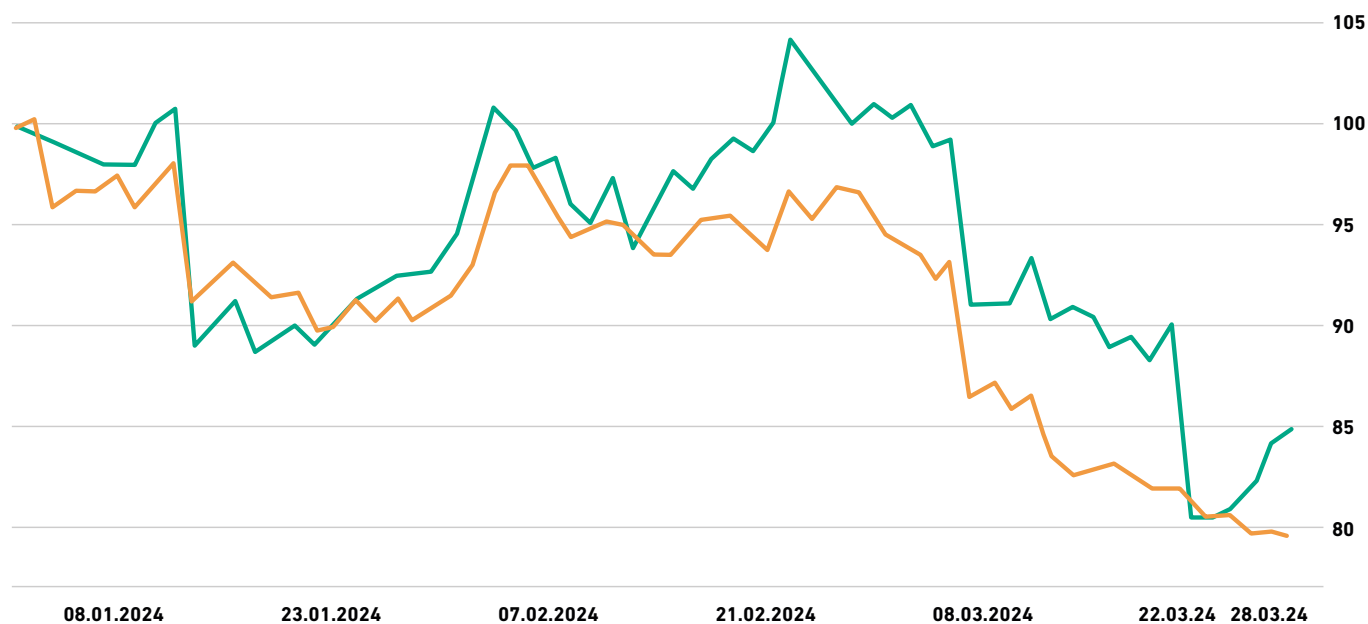
Kurs LPP vs H&M i Inditex YTD



Źródło: Bloomberg

Drugim istotnym wydarzeniem dla sektora detalicznego była publikacja wyników przez Dino. Wyniki poniżej oczekiwań rynkowych na poziomie wzrostu przychodów i generowanej marży oraz komunikacja na temat ciężkiego otoczenia konkurencyjnego w kraju (wojna cenowa dużych sieci detalicznych) rzutowała na kurs. Już na początku miesiąca Jeronimo Martins, właściciel Biedronki, zwracał uwagę na podobny problem rynku, co może oznaczać, że trudne otoczenie dla tych spółek utrzyma się dłużej.

Kurs Dino vs Jeronimo Martins YTD



Źródło: Bloomberg

Końcówka miesiąca przyniosła pewne odbicie na największej polskiej spółce energetycznej – PKN Orlen, za sprawą silnego sentymentu globalnego, bardzo silnego zachowania spółek rafineryjnych w Europie i USA, rosnącym cenom ropy oraz pewnym oznakom odbicia w sektorze chemii. Zachowanie kursu było jednak osłabione zaraportowanym dużym odpisem w spółce, z tytułu kosztów inwestycji w segmencie petrochemicznym. Relatywnie słabo względem sektora zachowuje się też KGHM, obciążony słabymi danymi produkcyjnymi oraz dużymi odpisami na aktywach zagranicznych i polskich.

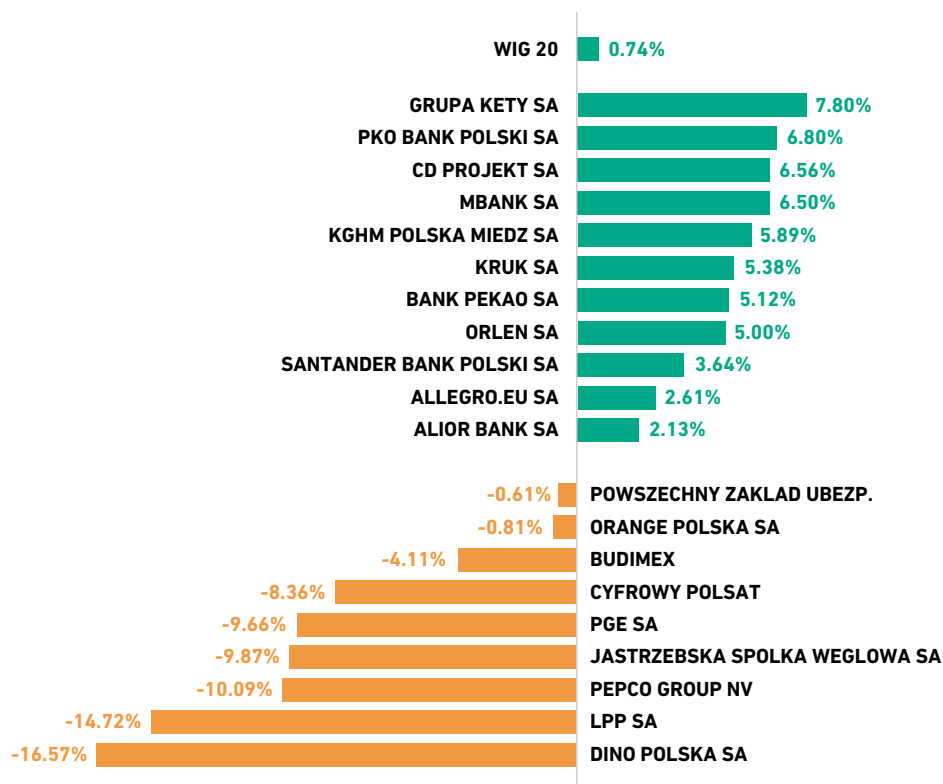


**Pozostajemy pozytywnie
nastawieni do polskich spółek.**



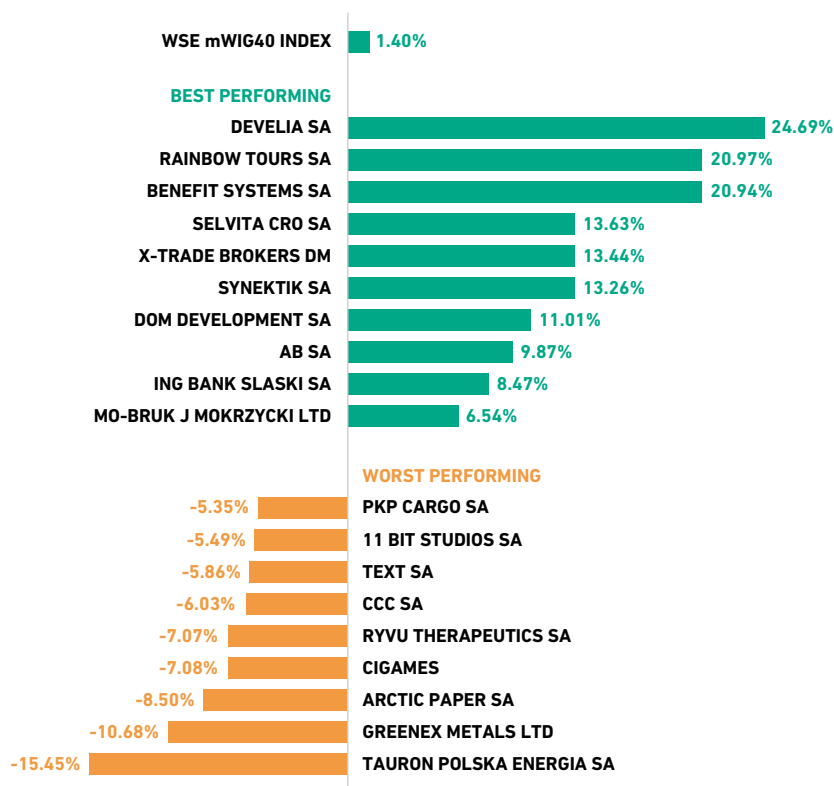
Podsumowując, pozostajemy pozytywnie nastawieni do polskich spółek, pomimo pewnych oznak wyczerpania trendu wzrostowego. Wyniki spółek pozostają dobre, otoczenie makro w Europie się poprawia, a możliwy napływ środków z KPO może wspomagać inwestycje, co byłoby kotłem zamachowym polskiej gospodarki.

Zachowanie spółek WIG20 w marcu



Źródło: Bloomberg

Zachowanie spółek MWIG40



Źródło: Bloomberg

NOTA PRAWNA

Przedstawiony materiał ma charakter reklamowy, nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego i nie należy go traktować jako rekomendacji inwestowania w jakiegokolwiek instrumenty finansowe. Rockbridge nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne szkody spowodowane wykorzystaniem opinii i informacji w nim zawartych. Niniejszy materiał nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego, jak również usługi rekomendacji dotyczącej instrumentów finansowych lub ich emitentów w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, a także nie jest formą świadczenia doradztwa podatkowego, ani pomocy prawnej. Przed podjęciem ostatecznych decyzji inwestycyjnych należy się zapoznać z prospektem informacyjnym funduszu inwestycyjnego oraz dokumentami Kluczowych Informacji dla Inwestorów. Informacje o pobieranych opłatach manipulacyjnych znajdują się w tabeli opłat. Wymienione dokumenty są dostępne w siedzibie Rockbridge TFI S.A., placówkach dystrybutorów oraz na stronie internetowej www.rockbridge.pl. Inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykiem i nie gwarantuje realizacji założonego celu inwestycyjnego ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Uczestnik powinien liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części zainwestowanych środków. Wyniki historyczne nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych zysków w przyszłości. Jednostki uczestnictwa nie są depozytem bankowym. Wartość aktywów poszczególnych funduszy inwestycyjnych może charakteryzować się dużą zmiennością ze względu na skład portfela inwestycyjnego funduszu lub ze względu na stosowane techniki zarządzania. Wyniki historyczne nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych zysków w przyszłości. Uczestnik funduszu powinien liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części wpłaconych środków. Niezależnie od informacji zamieszczonych w materiale, przed zawarciem każdej transakcji Inwestor zobowiązany jest do określenia i oceny jej ryzyka, potencjalnych korzyści oraz ewentualnych strat, jak również w szczególności charakterystyki, konsekwencji prawnych i księgowych transakcji, konsekwencji zmieniających się czynników rynkowych oraz w sposób niezależny ocenić, czy jest w stanie sam lub po konsultacjach ze swoimi doradcami podjąć takie ryzyko. Materiał pochodzi od spółki Rockbridge Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A., ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, wpisanej do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy pod nr KRS0000002970; Kapitał zakładowy i wpłacony: 27 251 869,00 zł; NIP: 527-21-53-832, REGON 013083243. Rockbridge TFI S.A. działa na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa. Prawa autorskie do niniejszego materiału przysługują Rockbridge TFI. Żadna z części tego materiału nie może być kopiowana lub przekazywana nieupoważnionym osobom. Materiał ten nie może być odtwarzany lub przetrzymywany w jakimkolwiek systemie odtwórczym: elektronicznym, magnetycznym lub innym. Wykorzystywanie jej przez osoby nieupoważnione lub działające niezgodnie z powyższymi zastrzeżeniami bez pisemnej zgody Towarzystwa lub w inny sposób naruszający przepisy prawa autorskiego może być powodem wystąpienia z odpowiednimi roszczeniami.