



Rynek długu

Lipiec okazał się być dobrym miesiącem dla posiadaczy krajowych obligacji skarbowych, rentowności spadły na całej krzywej dochodowości. Był to obraz odmienny do sytuacji na rynkach bazowych, gdzie rentowności podążyły na północ osiągając lokalne szczyty (dołki cen). W Polsce spadły one do, najniższych w tym roku poziomów, rentowność 10-latek na koniec lipca, znalazła się na poziomie 5,41% (wobec 5,76% na koniec czerwca), 5-latek 5,28% (wobec 5,62% na koniec czerwca), a 2-latek 5,33% (wobec 5,77% na koniec czerwca).

Nadzieje inwestorów na rychłe obniżki stóp w Polsce są mocno rozbudzone. Notowania kontraktów FRA na stopę procentową pokazują, że do września obniżka kosztu pieniądza (obecnie 6,75%) ma wynieść co najmniej 0,25 pkt proc., a do końca roku łącznie niemal 1 pkt proc.

Ostatnio publikowane przez GUS wskaźniki inflacji zaskakiwały „in plus” - wzrost cen okazywał się niższy od oczekiwań. Nie inaczej było w lipcu. Według wstępnego szacunku inflacja CPI kontynuowała trend spadkowy obniżając się do 10,8% r/r z 11,5% r/r w czerwcu. Konsensus rynkowy ponownie został lekko zaskoczony odczytem w dół (oczekiwano 11,0%). Na wskaźnik cały czas „działa” wysoka baza odniesienia, która powstała na skutek wybuchu wojny w Ukrainie pod koniec lutego ubiegłego roku.

W lipcu odbyły się dwa przetargi obligacji SP, na przetargu zamiany MF sprzedało papiery OK1025, PS0728, WZ1128 i DS1033 za 5,956 mld PLN i odkupiło DS1023 i WZ0124, PS0424 i WZ0524 za 6,059 mld PLN. Na drugim przetargu, który się odbył 21 lipca, Ministerstwo Finansów wyemitowało papiery za 8 mld PLN. Tym samym stopień sfinansowania potrzeb pożyczkowych brutto na rok 2023 przekroczył już 98%.

W minionym miesiącu zapoznaliśmy się z najnowszą projekcją inflacji, z której wynika, że roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem: w przedziale 11,1-12,7 proc. w 2023 r. (10,2-13,5 proc. w projekcji z marca), 3,7-6,8 proc. w 2024 r. (3,9 –7,5 proc.) i 2,1-5,1 proc. w 2025 r. (2,0 – 5,0 proc.).

Na posiedzeniu w lipcu Rada Polityki Pieniężnej podjęła decyzję o utrzymaniu stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie, stopa referencyjna 6,75%. Choć RPP jest podzielona w kwestii poziomu stóp procentowych, to podczas konferencji prasowej prezes Glapiński ogłosił koniec cyklu podwyżek i nadal spodziewa się pierwszej obniżki o 25bp jeszcze w tym roku. Jednocześnie w RPP nie rozpoczęła się jeszcze dyskusja dot. obniżek.

W ubiegłym miesiącu rentowności dziesięcioletnich obligacji niemieckich wzrosły z 2,39% do 2,49% a amerykańskich z 3,83% do 3,95%. Rynki niecierpliwą się przedłużającym okresem zacieśniania monetarnego w USA i w strefie euro. Jednocześnie rośnie obawa o to, że temat podwyżek stóp nie został jeszcze definitywnie zamknięty. Oba banki

centralne zdecydowały się (ECB i FED) podnieść stopy procentowe o 25 bp, odpowiednio do poziomów 4,25% i 5,25-5,5%. Obie decyzje były zgodne z oczekiwaniami, kluczowe dla sentymentu rynkowego miały być konferencje po posiedzeniach obu banków.

W obliczu postępującego procesu dezinflacji za oceanem, inwestorzy oczekiwali sygnałów zwiastujących zakończenie cyklu zacieśniania polityki pieniężnej. Konferencja J. Powella nie wniosła jednak nowych aspektów do przekazu z poprzednich posiedzeń, dalsze decyzje uzależnione będą od napływających danych.

Podobny wydzźwięk miała konferencja Ch. Lagarde. Rada Prezesów dostrzega spowolnienie niektórych miar inflacji, ale inflacja bazowa jest nadal uporczywa, a rynek pracy napięty. EBC jest zdeterminowane w walce z inflacją i dalszy jej przebieg zależy od napływających danych. Ch. Lagarde nie wykluczyła krótkiej przerwy w cyklu podczas posiedzenia rady we wrześniu, decydujące mogą się w tej kwestii okazać nowa projekcja oraz dwa kolejne odczyty inflacyjne.



Rynek akcji polskich

Lipiec był bardzo dobrym miesiącem dla polskich akcji (WIG urósł 7,3%), szczególnie tych o średniej (MWIG40 +10,3%) i większej kapitalizacji (WIG20 +6,5%). Polska giełda, podobnie jak inne parkiety w naszym regionie, rosła w minionych tygodniach bardzo dynamicznie, wyraźnie wyprzedzając tempo wzrostów w Zachodniej Europie (DAX30 +1,8%, CAC40 + 1,3%) i Stanach Zjednoczonych (S&P500 +3,1%, Nasdaq +4%). W drugie półrocze wchodzimy zatem w pozytywne nastroje, warszawski parkiet kontynuuje swoją dobrą passę i jest w czołówce najlepszych giełd od początku roku.

Lipiec tradycyjnie jest nieco spokojniejszym miesiącem pod kątem wydarzeń korporacyjnych. Emocji inwestorom dostarczyły przede wszystkim spółki energetyczne, informując o ofertach od NABE, jakie otrzymali za swoje aktywa węglowe. Jest to kolejny etap, trwającego już przeszło dwa lata, procesu transformacji państwowych molochów, w kierunku lżejszych, bardziej zielonych organizacji. Inwestorzy przez lata całkowicie omijali ten segment rynku lub co najmniej nakładali istotne dyskonto na akcje PGE, Enei czy Taurona, ze względu na ich działalność związaną z wytwarzaniem energii z węgla kamiennego i brunatnego. Powodem nie była tylko i wyłącznie polityka szeroko rozumianego ESG, ale przede wszystkim nieatrakcyjny profil generacji gotówki tej części przedsiębiorstw, z uwagi na rosnące koszty produkcji, a także rosnące koszty emisji CO₂. Finalizacja procesu transformacji wciąż jeszcze przed nami, ale przedstawienie konkretnej oferty i wyceny poszczególnych składników aktywów mocno ją uprawdopodobniło, stąd wzrosty kursów akcji, za ostatni miesiąc, przekraczające 30%

Po dynamicznych wzrostach na początku roku, przez ostatnie kilka miesięcy nieco gorzej zachowują się mniejsze spółki. Lipcowe wzrosty SWIG80 wyniosły ledwie 1,1%. Miesięczne raporty przepływów do TFI nie wskazują na istotnie zwiększone zakupy klientów, wygląda na to, że do czasu rozliczenia trwających wezwań, brakuje obecnie paliwa do wzrostów, w tym segmencie rynku.

Wyceny pozostają atrakcyjne, wskaźnik C/Z dla WIG-u wynosi 8,2. W miarę, jak poprawiać się będzie koniunktura gospodarcza (bardzo prawdopodobne, że na przełomie pierwszego i drugiego kwartału osiągnęliśmy jej dołek),

dynamika zysków polskich przedsiębiorstw również powinna przyspieszać. Prognozy analityków sell-side, na rok kolejny, wskazują na wysokie jednocyfrowe wzrosty, co pozwala z optymizmem patrzeć w przyszłość. Dużo będzie zależało od polityki, w świetle zbliżającego się maratonu wyborczego, a także sytuacji w Ukrainie i w gospodarce państw Zachodniej Europy, które to pozostają głównymi czynnikami ryzyka.



Globalny Rynek Akcji

W lipcu obserwowaliśmy kontynuację hossy na rynkach akcji, a najwyższe stopy zwrotu zanotowały rynki wschodzące, jak również segment małych i średnich spółek. Nadal mocno zachowywały się akcje dużych spółek technologicznych, gdzie prym wiodły po solidnych wynikach za II kw. zwłaszcza akcje Alphabet oraz Meta Platforms. Jednak największym wygranym z głównych klas aktywów były szeroki koszyk surowców, obrazowany indeksem Bloomberg Commodity Index, który zwyżkował o niemal 6% w lipcu, w czym należy upatrywać przyczyn siły akcji *emerging markets*. Szczególnie mocne zwyżki zanotował rynek ropy, gdzie cena Brent wzrosła o 14%, najmocniej od maja 2022 r. Stoją za tym utrzymywanie niższego wydobycia przez kraje OPEC, kurczące się zapasy w głównych gospodarkach oraz oczekiwania rynkowe względem wyższego popytu w sezonie jesienno-zimowym. Lepiej zachowywały się także ceny metali szlachetnych, ze srebrem na czele, którego cena wzrosła o 8,66%, w ślad za słabnącym dolarem.

KLASA AKTYWÓW	INDEKS	↑ 1M	YTD	3M	6M	12M	24M	36M
AKCIE	MSCI Emerging Markets	5,80%	9,47%	7,15%	8,60%	5,35%	-18,07%	-2,97%
	MSCI World Small Cap	4,85%	11,74%	7,90%	4,55%	6,72%	-9,84%	30,16%
	MSCI World Value	3,71%	6,26%	4,24%	4,88%	7,06%	1,53%	34,36%
	MSCI World	3,29%	17,74%	8,05%	12,88%	11,58%	-0,16%	32,94%
	MSCI World Growth	2,91%	30,17%	11,66%	21,04%	15,68%	-3,35%	29,23%
	Indeks VIX	0,29%	-37,10%	-13,62%	-34,15%	-36,10%	-25,27%	-44,28%
FX I SUROWCE	Ropa Brent	14,23%	-0,41%	7,57%	1,99%	-22,23%	12,09%	97,60%
	Bloomberg Commodity Index	5,78%	-4,85%	2,90%	1,11%	-11,89%	11,49%	56,30%
	Złoto spot	2,38%	7,73%	-1,25%	7,56%	11,28%	8,32%	-0,55%
	EURPLN	-0,63%	-5,98%	-3,94%	-6,37%	-7,04%	-3,57%	-0,22%
	Bloomberg Dollar Spot Index	-1,21%	-2,29%	-0,71%	-2,92%	-3,88%	6,80%	3,31%
DŁUG	Bloomberg Global High Yield Index	1,96%	7,29%	3,35%	4,97%	8,28%	-7,44%	1,55%
	Bloomberg Global Aggregate Index	0,69%	2,13%	-1,28%	2,29%	-2,70%	-16,89%	-16,24%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

W szerszym ujęciu, inwestorzy dyskutowali w dalszym ciągu zakończenie cyklu podwyżek stóp procentowych w USA, mimo iż pod koniec lipca FOMC podniósł jeszcze stopę funduszy federalnych do 5,38%, lecz od dłuższego czasu ten ruch był już „w cenach”. Tym samym optyka rynku skupiła się na komentarzach Powella po posiedzeniu, które co prawda wskazywały na możliwość kolejnej podwyżki we wrześniu, lecz ton wypowiedzi sugerował także, iż możliwa jest pauza. Wynika to z faktu, iż systematyczne obniżanie się dynamiki inflacji w amerykańskiej gospodarce dokonuje się w zasadzie bez udziału rynku pracy. Rynki cały zeszły rok panicznie obawiały się wywołania recesji oraz wzrostu bezrobocia wskutek gwałtownych podwyżek stóp przez Fed w celu zduszenia inflacji. Jednakże,

rzeczywistość jak zwykle okazała się znacznie bardziej złożona i niekoniecznie poddająca się historycznym oraz statystycznym zależnościom. W praktyce okazało się, że amerykańskie przedsiębiorstwa mają istotne bufory w marżach na okres wyższej inflacji, będąc jednocześnie świadomym dużych niedoborów siły roboczej, co znacznie osłabiło skłonność do zwalniania pracowników. Wszak liczba wakatów w USA, mimo stopniowego spadku od szczytu w marcu 2022 r., wciąż utrzymuje się na relatywnie wysokim poziomie bliskim 10 milionom miejsc pracy. Z drugiej strony, od wielu miesięcy obserwujemy poprawę drożności łańcuchów dostaw, a w części branż wysokie poziomy zapasów. Warto tutaj wspomnieć, iż najwięksi detaliści jak Walmart i Target już w maju 2022 r. wskazywali na rekordowe zapasy, problemy ze zbytem i konieczność agresywnych obniżek cen towarów. Efekty poprawy po stronie podażowej widzimy właśnie w spadku bazowego PCE do niemal 4% (z 5,4% w I kw. 2022 r.). Z drugiej strony, bardzo niska stopa bezrobocia oraz silna konsumpcja „ochroniły” amerykańską gospodarkę przed wejściem w recesję. Kulminacją tych procesów był odczyt dynamiki amerykańskiego PKB za II kw., który wyniósł 2,4% wobec oczekiwanych 1,8% i 2% w I kw. bieżącego roku. Mówiąc inaczej, wzrost gospodarczy zamiast spowolnić w II kw., zanotował przyspieszenie, czym zdaje się ostatecznie oddalił scenariusz recesji w tym roku. Na koniec warto wspomnieć, iż obecne prognozy zakładają całoroczny wzrost PKB w USA na poziomie 1,6%, podczas gdy jeszcze w styczniu oczekiwania te były bliskie 0%. Otwartym pytaniem na 2024 r. pozostaje kwestia spadku w/w bazowego PCE do prognozowanych obecnie 2,5% i, w dalszym okresie, do historycznych poziomów poniżej 2%, na co zdaje się liczyć sam Powell.

INDEKSY (31.07.2023)	↑ 1M	YTD	3M	6M	12M	24M	36M
WIG	7,41%	25,77%	14,81%	20,08%	31,38%	6,85%	43,20%
Russell 2000	6,06%	13,74%	13,24%	5,60%	6,26%	-10,02%	35,31%
MSCI Emerging Markets	5,80%	9,47%	7,15%	8,60%	5,35%	-18,07%	-2,97%
NASDAQ Composite	4,05%	37,07%	17,33%	25,23%	15,78%	-2,23%	33,51%
Dow Jones Industrial Average	3,35%	7,28%	4,29%	8,89%	8,26%	1,79%	34,55%
S&P 500	3,11%	19,52%	10,06%	15,59%	11,11%	4,41%	40,29%
STOXX 600 Europe	2,04%	10,93%	1,01%	2,22%	7,54%	2,08%	32,28%
DAX	1,85%	18,12%	3,29%	7,04%	21,97%	5,81%	33,57%
Nikkei 225	-0,05%	27,12%	14,96%	20,87%	19,32%	21,58%	52,80%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Podsumowując, do drugiego półrocza podchodzimy z umiarkowanym optymizmem i zakładamy, że nadal utrzyma się selektywny charakter hossy, aczkolwiek z większym udziałem małych i średnich spółek oraz sektorów o wyższym *duration*, czyli zwłaszcza biotechnologii oraz szeroko rozumianego sektora czystych technologii. Z optymizmem patrzymy także na spółki z segmentu przetwarzania w chmurze oraz oprogramowania dla przedsiębiorstw, które powinny być bezpośrednim beneficjentem trwającego boomu na chipy.



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 13 września 2007 roku.

Material przeznaczony dla dystrybutorów oraz Uczestników FIO i FIZ.