



Rynek długu

Po dobrym czerwcu i lipcu, kiedy polskie obligacje zyskiwały, w sierpniu rentowności nieco wzrosły. Obligacje dziesięcioletnie odnotowały zmianę z 5,41% na 5,57%, a pięcioletnie z 5,28% na 5,33%, jedynie rentowności dwulatek pozostały na poziomie z lipca.

W sierpniu odbyły się dwa przetargi obligacji, na pierwszym przetargu zamiany Ministerstwo Finansów sprzedało papiery OK1025, PS0728, WZ1128 i DS1033 za 5,04 mld PLN i odkupiło obligacje DS1023, WZ0124, PS0424, WZ0524 i OK0724 za 5,26 mld PLN. Na drugim przetargu MF sprzedało 5 serii papierów za 8 mld PLN, wobec planów sprzedażowych na kwotę 4-8 mld PLN (zgodnie z komunikatem o przetargu). MF napotkał sporą nadwyżkę popytu, który wyniósł 12,08 mld PLN. Obecnie stopień sfinansowania potrzeb pożyczkowych państwa wg znowelizowanego budżetu 2023 wynosi 93%.

Rada Polityki Pieniężnej odbyła w ubiegłym miesiącu jednodniowe, niedecyzyjne posiedzenie. Amerykański i Europejski Bank Centralny również nie podejmowały decyzji odnośnie stóp procentowych w sierpniu.

W Jackson Hole w USA odbyło się sympozjum głównych bankierów centralnym, podczas którego kulminacyjnym momentem było wystąpienie Jerome Powella. Wypowiedź szefa amerykańskiej Rezerwy Federalnej skupiła się na zapewnieniu rynku, iż amerykański bank centralny nie zamierza zadowalać się inflacją w okolicy 3%. W razie konieczności będą podejmowane odpowiednie kroki, choć w ostrożny sposób. Samą inflację ponownie opisał jako zbyt wysoką, co jest zgodne z jego ostatnią wypowiedzią po lipcowym posiedzeniu. Aktualnie rynek wycenia na 50% podniesie stóp przez FED w listopadzie i tylko 20% na podwyżkę stóp we wrześniu.

Prezes EBC również powtórzyła swoją wypowiedź z lipca przypominając uczestnikom rynku, iż stopy zostaną ustalone na wystarczająco restrykcyjnym poziomie przez wystarczająco długi czas. Lagarde odniosła się do potencjalnej zmiany celu inflacyjnego, podkreślając, że taki ruch byłby zwodniczy i utrudniałby zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych.

Po opublikowaniu wstępnego odczytu inflacji w Polsce za miesiąc sierpień sytuacja dotycząca obniżki stóp procentowych już we wrześniu przestała być tak oczywista, jak jeszcze niedawno. Inflacja w sierpniu wyniosła do 10,1%, tym samym nie został spełniony jeden z warunków dla rozpoczęcia obniżek stóp (jednocyfrowy poziom CPI), który stawiany był przez samego prezesa NBP Adama Glapińskiego podczas lipcowego posiedzenia RPP.

W sierpniu rząd przedstawił projekt budżetu na rok 2024. Deficyt budżetu wyniesie 164,8 miliarda złotych. Wzrost PKB w 2024 roku przyjęto na poziomie 3 procent, a inflację na poziomie 6,6 procent. Planowane na rok 2024 potrzeby pożyczkowe netto wniosą 225,4 mld złotych. Zadłużenie rządu na rynkach finansowych będzie jednak znacznie wyższe. Potrzeby brutto zaplanowane na przyszły rok wyniosą 420,6 mld zł. Tyle nowego długu MF będzie musiało

wyemitować, aby pokryć przyszłoroczną dziurę budżetową oraz wykupić zapadające w 2024 roku obligacje skarbowe.



Rynek akcji polskich

W sierpniu warszawskie indeksy giełdowe zanotowały spore spadki. Najśłabsze były duże spółki. WIG20 stracił 6,2% przy korekcie 2,9% na MIDWIG i 3,7% na SWIG80. Sierpniowa słabość polskiej giełdy w znaczącej części wymazała lipcowe wzrosty (+1,7 WIG od początku lipca do końca sierpnia).

Ostatnie tygodnie to z jednej strony utrzymujący się marazm polskiej giełdy wynikający z niskiej aktywności inwestorów z drugiej jednak to dość intensywny sezon publikacji wyników kwartalnych. Do tej pory wyniki polskich spółek za 2Q'23 okazywały się w przeważającej części bardzo dobre. Wyjątkiem tutaj są spółki przemysłowe, a w szczególności sektor chemiczny.

Zbliżamy się do końcówki sezonu publikacji wyników za IH'23. Czas na realizację oczekiwanego odbicia w IIH'23 r. Materializacja tego scenariusza póki co wydaje się mniej niż bardziej prawdopodobna. Publikacja ostatnich danych makroekonomicznych nie napawa optymizmem. Niższy niż oczekiwany wzrost PKB w Q2. Podobnie było z produkcją przemysłową czy sprzedażą detaliczną. Przeciętny Kowalski nadal wydaje ostrożnie, szuka tańszych produktów. W takim otoczeniu zyskują standardowo dyskonty i marki "value for money", które mimo to muszą ostro walczyć o klienta. Lipcowa podwyżka płacy minimalnej dała chwilowy oddech konsumentom. Kolejny zastrzyk gotówki dla Polaków już od początku 2024 roku.

Wysokie wydatki socjalne będą stały w opozycji do zapowiadanego szybkiego obniżenia tempa wzrostu inflacji. Niemniej jednak prezentem przedwyborczym dla kredytobiorców powinna być pierwsza obniżka stóp procentowych. Należy więc oczekiwać, że znajdą się narzędzia do tego, aby najbliższe odczyty inflacji były poniżej założonego poziomu 10%.

Możliwe, że okres wakacyjny okaże się ciszą przed burzą. Jest to o tyle prawdopodobne, że czekają nas emocjonujące wybory parlamentarne. Zmiana partii rządzącej oznaczałaby na pewno mniejsze ryzyko inwestycyjne dla inwestorów zagranicznych. Powinno to przełożyć się więc na zmniejszenie dyskonta polskiej giełdy w stosunku do giełd zagranicznych.

W ostatnim miesiącu wakacji polska giełda zachowywała się słabiej niż giełdy Europy zachodniej (DAX -3%, CAC -2,4%, FTSE -2,6%) pogłębiając tym samym utrzymujące się znaczące dyskonto wycenowe. Polska wyceniana jest atrakcyjnie, co wzmacniane jest dodatkowo przez rosnące nominalnie wyniki spółek.



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 patrzemy 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 jakiegokolwiek 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.

Materiał przeznaczony dla dystrybutorów oraz Uczestników FIO i FIZ.