



Rynek długu

Na początku lipca Narodowy Bank Polski opublikował ważny z punktu widzenia rynku obligacji dokument, projekcję inflacji i PKB na lata 2024-2026. Według najnowszych danych inflacja ma utrzymywać się na poziomie:

- 3,7% w 2024 roku wobec 3,0% prognozowanych w marcu (wariant zakładający dalsze mrożenie cen i zerowy VAT na żywność) i 5,7% (wariant zakładający wstrzymanie działań osłonowych)
- 5,2% wobec 3,4% i 3,5% w 2025,
- 2,7% wobec 2,9% i 2,7% w 2026,

Obniżony, w stosunku do projekcji z marca, został poziom PKB:

- 3,0% wobec 3,5% i 3,2% w 2024,
- 3,8% wobec 4,2% i 3,6% w 2025,
- 3,1% wobec 3,3% i 3,2% w 2026.

Wzrost poziomu inflacji, w stosunku do tej z marca, jest w dużej mierze efektem uwolnienia cen energii elektrycznej i gazu. Rada Polityki Pieniężnej, zgodnie z oczekiwaniami, nie zmieniła stóp procentowych (stopa referencyjna na poziomie 5,75% od października 2023). Prezes Adam Glapiński podtrzymał jastrzębi ton wypowiedzi podczas konferencji po posiedzeniu. Polityka pieniężna jego zdaniem powinna pozostać ostrożna, co za tym idzie nie ma przestrzeni do obniżki stóp procentowych w bieżącym roku. Jeśli inflacja będzie podążać zgodnie z lipcowymi założeniami, pierwsze obniżki stóp będą możliwe dopiero w 2026 roku.

Amerykański bank centralny w lipcu utrzymał stopy procentowe na dotychczasowym poziomie 5,25-5,5%. Prezes FED Jerome Powell był bardziej gołębi w wypowiedziach podczas konferencji niż ostatnio, wskazał, że sytuacja gospodarcza USA normalizuje się i zbliża do punktu, w którym obniżenie stóp procentowych będzie właściwe. Gotowość do cięcia stóp przez FED, o ile inflacja pozostanie umiarkowana, a rynek pracy ulegnie dalszemu schłodzeniu w zestawieniu z danymi o hamowaniu inflacji i wzroście bezrobocia znacznie zwiększają prawdopodobieństwo pierwszej obniżki we wrześniu i kolejnych w następnych miesiącach tego roku.

Po obniżce stóp w czerwcu Europejski Bank Centralny zrobił pauzę. W komunikacie po posiedzeniu znalazło się stwierdzenie, że napływające dane są zgodne z oczekiwaniami, inflacja utrzyma się powyżej 2% celu przez znaczną część przyszłego roku. Dalsze decyzje będą uzależnione od napływających danych, ale wrześniowa obniżka pozostaje otwartą kwestią.

W lipcu odbyły się trzy przetargi, w tym jeden zamiany. Ministerstwo sprzedało obligacje za łączną kwotę 19,8 mld PLN, największym zainteresowaniem inwestorów cieszyły się obligacje 5-letnie o stałym kuponie i indeksowane inflacją. Stopień sfinansowania tegorocznych potrzeb pożyczkowych brutto w 2024 wg ustawy budżetowej wynosi ok. 82%. Na kolejny kwartał zaplanowanych jest pięć przetargów sprzedaży z łączną podażą wynoszącą 25-45 mld PLN.

Miesiąc zakończył się spadkami rentowności, obligacje amerykańskie odnotowały spadek z 4,39% w czerwcu do 4,02% w lipcu, niemieckie z 2,5% do 2,3%. Z polskich papierów najniższe spadki zaliczyły papiery dwuletnie z 5,12% do 4,93%, papiery pięcioletnie z 5,54% do 5,24%, a dziesięcioletnie z 5,73% do 5,41%.



Rynek akcji polskich

Lipiec okazał się bardzo trudnym okresem dla inwestujących na polskim parkiecie. Po majowych i czerwcowych szczytach pozostało tylko wspomnienie, a WIG zakończył miesiąc niemal pięcioprocentowym spadkiem (-4,8%). Korekta miała szeroki zasięg, ale najmocniej dotknęła spółek największych, które reprezentowane są w indeksie WIG20 (-5,5% w lipcu). Nieco lepiej, choć również na czerwono, świeciła się stopa zwrotu z indeksów spółek średnich (MWIG40 – 3,8%) i mniejszych (SWIG80 -3,7%). Analiza stóp zwrotu może być tym bardziej gorzka, że największe światowe indeksy kończyły lipiec niewielkimi wzrostami (DAX30 +1,5%, S&P500 +1,1%) lub niewielkim tylko spadkiem (Nasdaq100 -1,6%), osiągając w tym okresie nowe historyczne rekordy.

Co sprawiło, że polskie akcje pozostały w ostatnim okresie wyraźnie w tyle? Prawdopodobnie głównej przyczyny należy upatrywać w wydarzeniach politycznych... w Stanach Zjednoczonych. Słaba debata w wykonaniu obecnego prezydenta Joe Bidena, a także postrzelenie Donalda Trumpa, w trakcie jednego z wieców, wyraźnie zwiększyły szansę na triumf byłego prezydenta w listopadowych wyborach. Inwestorzy mają w pamięci wypowiedzi kandydata republikanów odnośnie roli Stanów Zjednoczonych w NATO i działań dla obrony pokoju na świecie, co naturalnie mogło zwiększyć ryzyko inwestycji w Polsce, w świetle wciąż trwającej agresji Rosji na Ukrainę. Rezygnacja Joe Bidena w ubieganiu się o tytuł prezydenta USA została odebrana pozytywnie, tym niemniej zmienność na polskiej giełdzie może pozostać podwyższona, przynajmniej do dnia wyborów.

Stopom zwrotu z polskich akcji nie sprzyjają sphywające rozczarowujące dane z gospodarki, zarówno te dotyczące przemysłu, sektora usług i przede wszystkim tego, co miało być tegorocznym motorem napędowym, czyli konsumpcji prywatnej. Kolejny raz odczyt sprzedaży detalicznej okazał się niższy od oczekiwań analityków i to mimo wyraźnie dodatniej dynamiki płac realnych. Potwierdzenie tej słabości otrzymaliśmy w sprawozdaniu półrocznym Jeronimo Martins, właściciela największej sieci detalicznej w naszym kraju. Chociaż oczekiwania analityków były ustawione nisko, to skala erozji sprzedaży porównywalnej i przede wszystkim zrealizowanych marż była dużym negatywnym zaskoczeniem. Pociągnęło to w dół nie tylko notowania portugalskiej spółki, ale także jej polskich konkurentów i innych spółek detalicznych. W dwucyfrowym tempie spadały w lipcu akcje Dino Polska, LPP, czy Eurocashu, ale także mniejszych firm, dystrybutorów części samochodowych, Rainbow Tours, czy Grupy Neuca.

Relatywnie nieźle zachowywały się kursy polskich banków, wspierane jastrzębią retoryką RPP i prezesa NBP, którzy wydają się być w coraz większej awangardzie do pozostałych banków centralnych regionu, ale także do amerykańskiego FED-u i EBC. Oczekiwania dotyczące ewentualnych obniżek stóp procentowych w Polsce, kolejny raz odsunęły się w czasie, co wspiera oczekiwania na zyski sektora finansowego. Wydaje się jednak, że rozczarowująca konsumpcja, utrzymująca się recesja w europejskim i polskim przemyśle, ale przede wszystkim coraz bardziej realna wizja głębszych cięć stóp w Stanach Zjednoczonych i Europie może spowodować złagodzenie retoryki także ze strony RPP.



Globalny Rynek Akcji

Lipiec przejdzie do historii jako miesiąc znaczącej rotacji i różnic w stopach zwrotu między poszczególnymi segmentami rynku akcji. Idąc „od góry”, na minusie finiszował NASDAQ100 (-1,63%), podczas gdy S&P 500 na plusie równym +1,13%. Globalnie największymi wygranymi były akcje małych spółek, które obrazowane indeksem MSCI World Small Cap zwyżkowały o niemal 7%, podczas gdy amerykański Russell 2000 o imponujące 10,1%. Nie da się tego wytłumaczyć, a na pewno nie w istotnym stopniu, rozpoczętym w lipcu okresem raportowania wyników za II kw., gdyż stosunkowo niewiele spółek zdołało już wyniki zaprezentować. W naszej ocenie, jest to efekt dynamicznej rotacji i pozycjonowania się inwestorów pod cykl obniżek stóp procentowych przez Fed. Obecnie rynek stopy procentowej wrześnieją obniżkę o 25 punktów bazowych bierze za pewnik, a nawet z 30% prawdopodobieństwem wycenia możliwość cięcia o 50 punktów bazowych. W takich warunkach beneficjentem bezwzględnie jest koszyk małych spółek, który w ograniczonym stopniu brał udział w hossie, a niższy koszt pieniądza ma większy wpływ na bilanse i wyniki spółek w tym koszyku, zwłaszcza w obszarze spółek biotechnologicznych. Oczekiwania te naturalnie odzwierciedlił także rynek obligacji, gdzie rentowność amerykańskich 10-latek spadła w lipcu o niemal 40 punktów bazowych, a już po zakończeniu miesiąca przebiła poziom 4%. Warto też zauważyć, iż spread rentowności 30- i 2-latek stał się dodatni, a analogiczna różnica między rentownością 10- i 2-latek zmniejszyła się do niespełna 20 punktów bazowych (dla przypomnienia: rok temu poziom ten wynosił ok. 100 punktów bazowych). Podsumowując, niewątpliwie wchodzimy w cykl obniżek stóp przez Fed, co jest także wspierane pewnym spowolnieniem w przemyśle amerykańskim oraz amerykańskiej konsumpcji, lecz ucziwie trzeba przyznać, iż procesy te są relatywnie płytkie i nie zwiastują ryzyka recesji. Niemniej, wygasza to cykliczne bodźce dla inflacji, co daje Fed mocny argument do rozpoczęcia długo wyczekiwanego cyklu obniżek stóp procentowych.

KLASA AKTYWÓW	INDEKS	↑ 1M	3M	6M	YTD	12M	24M	36M
AKCJE	Indeks VIX	31,51%	4,54%	14,01%	31,41%	20,03%	-23,30%	-10,31%
	MSCI World Small Cap	6,78%	9,08%	10,51%	7,40%	9,36%	16,71%	-1,40%
	MSCI World Value	4,66%	6,49%	9,54%	9,70%	12,20%	20,12%	13,92%
	MSCI World	1,70%	8,06%	11,43%	12,70%	16,55%	30,05%	16,37%
	MSCI Emerging Markets	-0,14%	3,71%	11,17%	5,96%	3,62%	9,16%	-15,11%
	MSCI World Growth	-0,97%	9,56%	13,24%	15,62%	20,76%	39,69%	16,71%
FX I SUROWCE	Złoto spot	5,19%	7,06%	20,01%	18,64%	24,55%	38,60%	34,91%
	EURPLN	-0,53%	-1,00%	-0,93%	-1,24%	-2,62%	-9,48%	-6,10%
	Bloomberg Dollar Spot Index	-1,24%	-0,96%	1,27%	3,37%	2,93%	-1,06%	9,92%
	Bloomberg Commodity Index	-4,50%	-5,14%	-2,14%	-2,23%	-10,15%	-20,83%	0,18%
	Ropa Brent	-6,58%	-8,13%	-1,21%	4,78%	-5,66%	-26,62%	5,75%
DŁUG	Bloomberg Global Aggregate Index	2,76%	4,26%	0,90%	-0,49%	3,00%	0,21%	-14,40%
	Bloomberg Global High Yield Index	1,96%	3,89%	5,40%	5,20%	11,83%	21,09%	3,50%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

W odróżnieniu od poprzednich miesięcy, w lipcu duże spadki notowane były w sektorze półprzewodników, czego początkiem był słabszy od oczekiwań *guidance* wyników na III kw. z kluczowej spółki ASML Holding NV połączony z informacjami o dalszym zaostrzeniu sankcji w obrocie handlowym spółek z sektora z Chinami przez Amerykanów. Chiny są bardzo ważnym odbiorcą wielu spółek z sektora, lecz część produktów już jest objęta obostrzeniami, i kraje zachodnie w zasadzie całkowicie ograniczają dostęp do kluczowych technologii, zwłaszcza tych których Chińczycy do tej pory sami nie są w stanie sami wytworzyć lub też skopiować. Abstrahując od szacowania wpływu poszerzenia sankcji na wyniki poszczególnych spółek, z pewnością informacje te mocno pogorszyły sentyment, gdyż na 3 miesiące przed wyborami w USA i z Donaldem Trumpem na czele sondaży obudziły się wszystkie rynkowe demony związane z geopolityką i wojnami handlowymi. W tym otoczeniu wyniki za II kw. zaraportowane przez niektórych reprezentantów sektora zeszły na drugi plan i zwyżki „dzień po” lepszych od oczekiwań wynikach były wykorzystywane do sprzedaży. Schemat ten wpisywał się w szerszy trend rynkowy, już wzmiankowany, czyli rotacji kapitału z dużych spółek technologicznych do spółek o mniejszej kapitalizacji. Zakładamy, iż proces ten może być nadal kontynuowany, lecz trudno oczekiwać, aby miał on aż takie natężenie jak w lipcu. Finalnie, indeks Bloomberg World Semiconductors zakończył miesiąc -5,01% „pod kreską”.

Rozpoczęty w lipcu okres raportów kwartalnych dostarczył w większości pozytywnych niespodzianek. Mocne zestawy wyników pokazały zwłaszcza spółki z sektora ochrony zdrowia, gdzie przychody i zyski netto okazały się jak dotychczas lepsze od oczekiwań odpowiednio o 2,01% oraz 7,42%. Pozytywnie wyróżniło się kilku znaczących reprezentantów branży osprzętu medycznego, lecz warto odnotować, iż kilku mniejszych producentów zaliczyło też spore wpadki wynikowe, co inwestorzy „nagrodzili” spadkami o 30-40%. To pokazuje jak ważna jest selekcja w nawet dość wąskiej branży takiej jak osprzęt medyczny. Podsumowując, przeglądając raportowane wyniki można odnieść wrażenie, iż do tej pory są one na remis, lecz w wielu przypadkach obserwowaliśmy sytuację, w której inwestorzy spodziewali się gorszego zestawu wyników niż zaraportowany, co gdzieś wygenerowało „rajd ulgi”.

INDEKSY (31.07.2024)	↑ 1M	3M	6M	YTD	12M	24M	36M
Russell 2000	10,10%	14,21%	15,77%	11,22%	12,55%	19,59%	1,27%
Dow Jones Industrial Average	4,41%	8,00%	7,06%	8,37%	14,86%	24,35%	16,91%
DAX	1,50%	3,21%	9,49%	10,49%	12,54%	37,26%	19,07%
STOXX 600 Europe	1,32%	2,63%	6,69%	8,18%	9,94%	18,23%	12,22%
S&P 500	1,13%	9,66%	13,96%	15,78%	20,34%	33,70%	25,64%
MSCI Emerging Markets	-0,14%	3,71%	11,17%	5,96%	3,62%	9,16%	-15,11%
NASDAQ Composite	-0,75%	12,40%	16,06%	17,24%	22,68%	42,04%	19,95%
Nikkei 225	-1,22%	1,81%	7,76%	16,85%	17,88%	40,65%	43,32%
WIG	-4,82%	-0,26%	8,95%	7,50%	16,71%	53,34%	24,70%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Podsumowując, w kolejnych miesiącach spodziewamy się utrzymania zmienności z powodu zbliżających się wyborów w Stanach Zjednoczonych oraz jednocześnie większej koncentracji inwestorów na wynikach spółek, gdyż w tle mamy spowalniający wzrost gospodarczy w USA, co może negatywnie oddziaływać na wyniki spółek o bardziej cyklicznym charakterze. Spodziewamy się stopniowego zmniejszania dyskonta w wycenach małych amerykańskich spółek do dużych odpowiedników.

NOTA PRAWNA



Informacje i dane zawarte w tym Materiale marketingowym są udostępniane tylko i wyłącznie w celach informacyjnych i reklamowych i nie mogą stanowić podstawy do podjęcia decyzji inwestycyjnej. Nie należy ich traktować jako rekomendacji inwestowania w jakiegokolwiek instrumenty finansowe lub formy doradztwa inwestycyjnego, jak również jako oferty zawarcia umowy w rozumieniu Kodeksu cywilnego.

Informacje o funduszach inwestycyjnych otwartych lub specjalistycznych funduszach inwestycyjnych otwartych zarządzanych przez IPOPEMA TFI S.A. oraz o ich ryzyku inwestycyjnym zawarte są w dokumentach prawnych tj. prospektach informacyjnych oraz w informacji dla klienta dostępnych w siedzibie IPOPEMA TFI S.A. oraz na stronie internetowej www.ipopematfi.pl. Ilekroć mowa jest o subfunduszach oznacza to subfundusze wydzielone w ramach IPOPEMA Specjalistycznego Funduszu Inwestycyjnego Otwartego (IPOPEMA SFIO). Wartość aktywów netto funduszy i subfunduszy IPOPEMA SFIO może cechować się dużą zmiennością, ze względu na skład portfeli inwestycyjnych i stosowane techniki zarządzania, co jeszcze szczegółowo wskazane w dokumentach prawnych funduszy i subfunduszy. **Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej dotyczącej nabycia jednostek uczestnictwa należy zapoznać się z prospektem informacyjnym oraz z informacją dla klienta, które zawierają informacje niezbędne do oceny inwestycji oraz wskazują ryzyka, koszty i opłaty.** Tabele opłat znajdują się na stronie internetowej www.ipopematfi.pl.

IPOPEMA TFI S.A. nie gwarantuje osiągnięcia celów inwestycyjnych funduszy lub subfunduszy ani uzyskania podobnych wyników w przyszłości. Inwestycje w fundusze obciążone są ryzykiem inwestycyjnym, a uczestnik musi liczyć się z możliwością utraty części lub całości zainwestowanych środków. Indywidualna stopa zwrotu z inwestycji nie jest tożsama z wynikami inwestycyjnymi danego funduszu i jest uzależniona od wartości jednostki uczestnictwa w momencie ich zbycia i odkupienia przez fundusz oraz od poziomu pobranych opłat manipulacyjnych i zapłaconego podatku bezpośrednio obciążającego dochód z inwestycji w fundusz, w szczególności podatku od dochodów kapitałowych.

Materiał marketingowy wyraża wiedzę oraz poglądy jej autorów, według stanu na dzień jego sporządzenia. IPOPEMA TFI S.A. oświadcza, że dokłada wszelkich starań, aby niniejszy materiał był przygotowywany z należytą starannością. Wszelkie informacje zawarte w niniejszym materiale pochodzą ze źródeł własnych IPOPEMA TFI S.A. lub źródeł zewnętrznych uznanych przez IPOPEMA TFI S.A. za wiarygodne. IPOPEMA TFI S.A. nie gwarantuje, że informacje zawarte w materiale marketingowym są wyczerpujące, poprawne i kompletne i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Materiał marketingowy może zawierać sformułowania i poglądy dotyczące przyszłych wydarzeń. Towarzystwo nie gwarantuje, że prognozy będą pokrywały się z rzeczywistymi danymi w przyszłości. Wszelkie opinie i oceny wyrażane w niniejszym materiale są opiniami i ocenami IPOPEMA TFI S.A. lub jej doradców będącymi wyrazem ich najlepszej wiedzy popartej informacjami z kompetentnych rynkowych źródeł, obowiązującymi w chwili jej sporządzania. **Dane zawarte w Materiale mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia i mogą być nieaktualne, dlatego w przypadku zamiaru podjęcia decyzji inwestycyjnych należy zapoznać się z aktualnymi dokumentami prawnymi funduszy oraz skontaktować się z IPOPEMA TFI S.A., celem uzyskania aktualnych informacji.** IPOPEMA TFI S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody powstałe w wyniku wykorzystania Materiału marketingowego niezgodnie z przeznaczeniem.

Zastrzega się, że jakiegokolwiek utrwalanie, powielanie (zwielokrotnianie), redystrybuowanie (wprowadzanie do obrotu) lub rozpowszechnianie w jakikolwiek sposób informacji w nim zawartych na rzecz osób trzecich, w tym publiczne wystawienie, wyświetlenie, odtwarzanie, także w drodze publikacji elektronicznej, wymaga uprzedniej zgody Towarzystwa.

IPOPEMA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. z siedzibą w Warszawie, pod adresem: ul. Próżna 9, 00-107 Warszawa, zarejestrowana przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000278264, NIP 108-000-30-69, kapitał zakładowy 10.599.441,00 zł w całości opłacony. IPOPEMA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. posiada zezwolenie na prowadzenie działalności udzielone przez Komisję Nadzoru Finansowego. Organem nadzoru dla IPOPEMA TFI S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Materiał przeznaczony dla dystrybutorów i uczestników FIO i FIZ.