

# KOMENTARZ DOTYCZĄCY SYTUACJI GOSPODARCZO-RYNKOWEJ W LIPCU 2023

Zespół zarządzających:  
Michał Cichosz  
Krzysztof Cesarz  
Mateusz Roda

- 1. Zagraniczne rynki akcji**
- 2. Polski rynek akcji**
- 3. Rynki obligacji**

## 1. Zagraniczne rynki akcji

Michał Cichosz

## 2. Polski rynek akcji

Krzysztof Cesarz

## 3. Rynki obligacji

Mateusz Roda

## Zagraniczne rynki akcji

Lipiec okazał się dla inwestorów bardzo dobrym i spokojnym miesiącem na światowych rynkach akcyjnych zarówno pod względem stóp zwrotu jak i ich zmienności. Stosując analogię sportową można by uznać że ten okres na giełdach przebiegał jak etap przyjaźni na Polach Elizejskich w Tour de France, gdzie wszyscy jadą powoli do końca wyścigu a nikomu z założenia nie dzieje się krzywda.

Patrząc na najważniejsze indeksy na świecie S&P 500 zyskał w lipcu ponad +3% a Nasdaq +4%. Mniejsze spółki nadrabiały wcześniej utracony dystans do blue chipów i ich indeks Russell 2000 wzrósł w minionym miesiącu o ponad 6%. Nawet w ujęciu skrajnych stylów inwestycyjnych czyli segmentu growth oraz value zanotowany został rzadko spotykany remis bo indeksy S&P pure growth oraz pure value zarejestrowały zwwyżki równo po 4%. Największym i nieoczekiwanym zwycięzcą tego etapu przyjaźni była ropa, której cena zwyżkowała o ponad 15%.

Głównym dyrygentem takiego tempa wyścigu był rozpoczynający w połowie miesiąca sezon wyników spółek za Q2. Do końca lipca zdążyło zaraportować już ponad 51% spółek wchodzących w skład indeksu S&P 500 z czego 80% pobiła oczekiwania analityków na poziomie zaraportowanych zysków, natomiast 64% wyników była lepsza od prognoz jeśli chodzi o przychody.

W ujęciu nominalnym zysk EPS spadł w Q2 o 7,3% co póki co jest najgorszym wynikiem od Q2 2020 kiedy to EPS spadł o ponad 30%, pamiętając oczywiście że wówczas ogromny wpływ na tak duży spadek miała pandemia oraz światowy lockdown. Przychody firm zaliczyły zerową dynamikę w ujęciu rocznym. Zarówno na poziomie zysków jak i przychodów statystyki wykazały interesującą relatywną słabość spółek u których dominuje biznes globalny na tle tych, które działają głównie na terenie USA. Różnica była duża, bo firmy o profilu globalnym jako cała grupa obniżyły zyski o -21% r/r oraz -5,8% jeśli chodzi o przychody. Spółki „lokalne” zaraportowały zaś dodatnie dynamiki zysków o +0,5% oraz +2,2% przychodów. Natomiast całość winy za tak duży rozjazd pomiędzy obiema grupami odpowiadają zaledwie 4 spółki: Chevron, Exxon, Moderna i Pfizer. Wyłączając je ze statystyk cały dotychczasowy sezon wyników pokazałby płaskie dynamiki w ujęciu rocznym.

W ujęciu branżowym najwięcej w lipcu dał zarobić inwestorom indeks bankowy oraz Energy, najslabiej relatywnie zachowywały się spółki konsumenckie oraz branży ochrony zdrowia.

W sektorach innowacyjnych przy okazji trwającego sezonu wyników dominuje oczywiście cały czas temat sztucznej inteligencji oraz jej realnego wpływu na trakcję wyników spółek technologicznych.

Obserwujemy bardzo duże realne zainteresowanie biznesu na świecie w inwestycje dotyczące infrastruktury oraz aplikacji związanych z AI. Oczekiwana jest rosnąca kontrybucja biznesu związanego ze sztuczną inteligencją w całym łańcuchu sektora technologicznego: począwszy od procesorów do data centers po narzędzia do zarządzania aplikacjami AI w infrastrukturze chmurowej.



### Michał Cichosz

zarządzający funduszami  
akcyjnymi

Absolwent Akademii Ekonomicznej w Poznaniu na specjalności Inwestycje Kapitałowe oraz Strategie Finansowe Przedsiębiorstw. Od 2009 roku posiada tytuł Chartered Financial Analyst (CFA). Karierę zawodową rozpoczął w Domu Maklerskim BZ WBK w 2005 roku. W latach 2008-2010 pracował w Aviva Investors Poland. W latach 2011-2015 w Skarbiec TFI zatrudniony na stanowisku zarządzającego w Departamencie Zarządzania Aktywami. W latach 2015-2018 zarządzający w Trigon TFI. Od grudnia 2018 roku w Skarbiec TFI.

Słuchając wypowiedzi przedstawicieli największych firm podczas konferencji wyników widać, że na ogromną skalę rozpoczął się swego rodzaju wyścig po wykorzystanie sztucznej inteligencji w biznesie. Najtrudniejszą kwestią jest jednak odpowiedź jakie będzie jej tempo, a póki co wydaje się że będzie ono raczej stopniowe z większym udziałem od przyszłego roku. W nadchodzących miesiącach decydująca dla zachowania kursów firm w sektorze będzie ścieżka zakończenia spowolnienia biznesowego, gdyż na ten moment większość inwestorów oczekuje szans na przyspieszenie dynamik wzrostu w II połowie roku i bicia nisko zawieszonych całorocznych prognoz. Bardzo istotna będzie też skala i trajektoria realnego wpływu AI na wyniki spółek z sektora, ponieważ po ostatnich wzrostach apetyty i oczekiwania rynku z tego tytułu istotnie wzrosły. Swoje wyniki z najbardziej oczekiwanych spółek zdążyły opublikować w lipcu Microsoft, Google oraz Meta. Microsoft pokazał raport i prognozy zgodne z oczekiwaniami, natomiast Google i Meta zaskoczyły bardzo pozytywnie możliwymi cyframi z rynku reklamowego co spotkało się z bardzo pozytywną reakcją inwestorów.

Na szerokim rynku pomimo mocnego zachowania indeksów, cały czas nie widzimy kapitulacji strategów, którzy na początku roku obstawili negatywny scenariusz dla rynków akcyjnych. Co więcej, niektórzy podważają swój pesymistyczny zakład. Prawdopodobnie jak to miało miejsce w 2009 zobaczymy, że zaczęta „mięknąć” i zmieniać zdanie dopiero na jesień, co do tego czasu powinno stanowić swego rodzaju bufor bezpieczeństwa dla kontynuacji rynku byka. Ale aby w ogóle tak się stało, niezbędna będzie mocna druga połowa sezonu wyników za Q2, która będzie trwała do początków września. To ona ustawi nastroje na rynkach w najbliższych tygodniach i odpowie na pytania jaka w obliczu strachów recesyjnych jest realna siła Corporate America.

## Polski rynek akcji

### W lipcu na GPW byki nie uznawały wakacji

Po bardzo dobrej pierwszej połowie roku, lipiec miał być spokojniejszy, typowo wakacyjny. Inwestorzy jednak nie zwalniali tempa i pojawiające się informacje traktowali jako dobre uzasadnienie do dalszych zakupów akcji. Zyskiwały wszystkie główne indeksy z zauważalną przewagą płynnych spółek tzw. blue chipów i spółek o średniej kapitalizacji (indeks WIG20 i indeks mWIG40 wzrosły odpowiednio o +6,5% i +10,3%) nad spółkami małymi, indeks sWIG80 zyskał +1,1%.

Czynnikami globalnymi wspierający sentyment do rynków akcyjnych były m.in. posiedzenia banków centralnych oraz wyniki finansowe spółek. Zarówno amerykański bank centralny (FED) jak i jego europejski odpowiednik (ECB) zdecydowały się na podwyżkę głównej stopy procentowej o +0,25%. Wspomniane decyzje wraz z ich uzasadnieniem odebrane zostały jednak pozytywnie. W międzyczasie trwający sezon wyników przyniósł dużo pozytywnych zaskoczeń. Pobicie oczekiwań analityków łączyło się często z optymistyczniejszymi niż na początku roku prognozami wyników finansowych w kolejnym kwartale. Z dużych spółek do tej pory wyróżniły się m.in.: Alphabet, Meta i Intel.

Nad Wisłą inwestorzy także dostrzegali wiele szans. W lipcu renesans popularności przeżywał sektor energetyczny. Było to efektem informacji, że Skarb Państwa przekazał propozycje niewiążących dokumentów podsumowujących warunki nabycia wytwórczych aktywów węglowych dla PGE, Enea, Tauron i Energa z Grupy Orlen. Jest to podstawą planowanego powstania Narodowej Agencji Bezpieczeństwa Energetycznego (NABE). Z punktu widzenia akcjonariuszy notowanych na GPW spółek, przyniosłoby to dwie główne korzyści: umożliwiłoby to ich oddłużenie oraz zmieniłoby to ich profil na bardziej „zielony”. Ten drugi czynnik jeśli zostałaby spełniony mógłby spowodować, że inwestorzy przestrzegający ściśle polityk ESG znów mogliby się zainteresować tymi spółkami.



### Krzysztof Cesarz

zarządzający  
funduszami

Absolwent Akademii Ekonomicznej w Poznaniu na kierunku Finanse i Bankowość. Karierę zawodową rozpoczął w 2008 roku w IPOPEMA TFI. Kontynuował ją w EQUES Investment TFI, a następnie w ESALIENS TFI. Uzyskał Złoty Portfel za najlepszy fundusz akcji polskich w 2014 roku. Posiada licencję Doradcy Inwestycyjnego nr 319 oraz certyfikaty Chartered Financial Analyst (CFA) i Chartered Alternative Investment Analyst (CAIA).

Na GPW sezon wynikowy powoli się rozpoczyna. Dobre wyniki zaprezentowały Santander Bank Polska i Bank Millennium, aczkolwiek reakcja inwestorów wskazuje, że były one oczekiwane. Lepsze od oczekiwań wyniki zaprezentował Orange Polska co skutkowało podniesieniem prognoz przez analityków. Tradycyjnie już pozytywnie zaskoczyła Grupa Kęty podnosząc swoją prognozę zysku na obecny rok, jednocześnie wskazując, że sytuacja sektora przemysłowego w Europie i w Polsce jest daleka od pozytywnej.

Dzięki niskiemu bezrobociu oraz różnym transferom socjalnym nie najgorzej wygląda natomiast sytuacja konsumentów, a może ulec dalszej poprawie. Czynnikiem powodującym, że w portfelach Polaków pojawi się więcej pieniędzy, jest zmiana niekorzystnej tendencji na wskaźniku realnych wynagrodzeniach. Po okresie kiedy wynagrodzenia realnie malały, w kolejnych miesiącach powinny one realnie rosnąć. Szacuje się, że poprawi to sentyment zakupowy i przełoży się na wzrost wydatków na dobra, których posiadanie nie jest obowiązkowe np. samochody, meble czy ubrania.

Trwający sezon wypłat dywidend oraz okres ogłoszonych wezwań powoduje, że do portfeli inwestorów wpływa nowa gotówka, która bardzo często trafia na GPW w postaci zakupu akcji. Wg. szacunków w 2023 r. z tego tytułu do inwestorów mniejszościowych wpłynęło nawet 12 mld zł.

Czynniki, które wspierały GPW od początku roku nadal oddziałują pozytywnie. Atrakcyjne wyceny, poprawa otoczenia gospodarczego oraz spadająca dynamika inflacji cały czas nie zostały jeszcze zdyskontowane w kursach spółek. Widać też napływ nowych pieniędzy na GPW ze strony inwestorów zagranicznych, PPK czy od inwestorów indywidualnych (dywidendy, wezwania). Oby politycy w ferworze walki przedwyborczej nie uczynili z notowanych spółek taniego źródła finansowania obietnic wyborczych.

Poniższa tabela prezentuje stopy zwrotu z podstawowych indeksów wyliczanych dla notowanych na GPW akcji. Dane za lipiec 2023.

Indeks	lip. 23	ytd	Indeks	lip. 23	ytd	Indeks	lip. 23	ytd
WIG	7,4%	25,8%	WIG-BANKI	10,8%	41,1%	WIG-LEKI	4,4%	4,3%
WIG20	6,5%	22,4%	WIG-BUDOW	10,0%	41,7%	WIG-MEDIA	3,7%	28,0%
MWIG40	10,3%	28,8%	WIG-CHEMIA	-2,5%	-3,5%	WIG-MOTO	11,9%	43,3%
SWIG80	1,1%	25,4%	WIG-ENERG	19,4%	31,9%	WIG-NRCHOM	11,9%	47,6%
WIG30	6,7%	23,6%	WIG-GORNIC	9,7%	-5,5%	WIG-ODZIEZ	4,0%	31,6%
WIG140	7,5%	25,7%	WIG-INFO	5,0%	20,8%	WIG-PALIWA	10,6%	11,8%
			WIGtechTR Index	3,9%	17,8%	WIG-SPOZYW	3,7%	10,7%

Poniższa tabela prezentuje stopy zwrotu z podstawowych polskich indeksów oraz stopy zwrotu z 3 najlepszych i 3 najgorszych inwestycji w ramach wymienionych indeksów. Dane za lipiec 2023.

Indeks WIG20	Zmiana	Indeks MWIG40	Zmiana	Indeks SWIG80	Zmiana
Alior Bank SA	20,0%	Enea SA	37,8%	Medicalgorithmics	41,2%
mBank SA	17,8%	Tauron Polska Energia	35,4%	Datawalk SA	40,8%
PGE SA	17,4%	CI Games SA	26,7%	Shoper SA	27,2%
Cyfrowy Polsat SA	-2,2%	XTB SA	-5,7%	Onde SA	-14,8%
Dino Polska SA	-6,0%	HUUUGE Inc	-7,9%	Grodno SA	-15,2%
Pepco Group NV	-6,2%	Ciech SA	-10,1%	Sunex SA	-26,6%





## Mateusz Roda

zarządzający funduszami  
dłużnymi

Absolwent Finansów i Rachunkowości na SGH. Jest doradcą inwestycyjnym (numer licencji 609) oraz maklerem papierów wartościowych (licencja numer 2899). Doświadczenie zawodowe zdobywał w Pekao Investment Banking. Od października 2017 pracuje jako zarządzający w Skarbiec TFI S.A.

## Rynki obligacji

Rynki obligacji w lipcu nie zachowywały się jednolicie. Rynki obligacji krajów rozwijających się zachowywały się lepiej niż rynki bazowe, a w wielu z nich rentowności obligacji w walucie lokalnej spadały pomimo wzrostów rentowności na rynkach bazowych. Odzwierciedlało to dynamicznie postępującą dezinflację w krajach rozwijających się, oficjalne zakończenie cykli podwyżek w niektórych krajach oraz zapowiedzi zbliżających się obniżek stóp procentowych. Jednocześnie banki centralne gospodarek rozwiniętych kontynuowały podwyżki stóp procentowych.

Zgodnie z przewidywaniami, po czerwcowej pauzie FOMC zdecydował się podnieść stopy o 25 pb. do poziomu 5,25-5,50%. Kolejne kroki mają być uzależnione od nadchodzących danych. Decyzja na wrześniowym posiedzeniu pozostaje więc otwarta i możemy zobaczyć kolejną podwyżkę, która doprowadziła by stopy procentowe do poziomu, który członkowie Komitetu wskazywali w czerwcowych kropkach. Nie można jednak wykluczyć również kolejnej pauzy, jeśli nadchodzące dane byłyby sprzyjające. Prezes Powell wskazał, że bieżący poziom stóp sprawia, że polityka pieniężna w obecnych warunkach gospodarczych jest już restrykcyjna. Prezes FED przekonywał, że nie należy oczekiwać obniżek stóp procentowych w tym roku, a polityka pieniężna musi pozostawać restrykcyjna wystarczająco długo. FED oczekuje miękkiego lądowania gospodarki, bez recesji, wzrostu i istotnego wzrostu bezrobocia, ale w najbliższych kwartałach spodziewane jest istotne spowolnienie. Rynek wycenia, że lipcowa podwyżka była ostatnia w bieżącym cyklu i oczekuje pozostawienia stóp bez zmian do końca roku pomimo tego, że czerwcowe kropki wskazywały na jeszcze jedną podwyżkę do końca roku. W obecnej sytuacji wymagałoby to raczej mocno jastrzębich danych.

W trakcie minionego miesiąca rentowności amerykańskich obligacji 10-letnich wzrosły z 3,84% do 3,96%, 5-letnich wzrosły z 4,16% do 4,18%, a 2-letnich spadły z 4,90% do 4,88%. Rentowności niemieckich 10-latek wzrosły z 2,39% do 2,49%.

Wyraźniejsze złagodzenie komunikacji banku centralnego miało miejsce w strefie euro. Podstawą złagodzenia retoryki wydaje się być słabnąca koniunktura w Europie. Kolejny miesiąc z rzędu pogarszały się nie tylko PMI w przemyśle, ale pojawiają się coraz większe rysy w sektorze usług. EBC zgodnie z oczekiwaniami podniósł stopy o 25 pb., co implikuje poziom 3,75% dla stopy depozytowej. EBC obniżył oprocentowanie rezerwy obowiązkowej do zera. Kluczową zmianą był brak zapowiedzi kolejnej podwyżki stóp procentowych. EBC pozostaje zdeterminowany do walki z inflacją, jednak kolejne decyzje będą zależne od napływających danych. W stosunku do czerwcowego posiedzenia EBC złagodził nastawienie wyraźnie mocniej niż FED. Nie jest to jednak, aż tak zaskakujące ze względu na pogłębiającą się różnicę w dynamice wzrostu tych gospodarek. Dla dalszych decyzji kluczowe będą nowe projekcje makroekonomiczne we wrześniu, jak i odczyty inflacji. Rynek wycenia około 50% szans na kolejną podwyżkę o 25 pb. na jesieni.

Największe zaskoczenie sprawił jednak Bank Japonii, który poluzował zasady dotyczące kontroli krzywej dochodowości. Bank przesunął górny poziom rentowności przy którym będzie skupował obligacje z 0,5% do 1%.

Na moment pisania komentarza znane jest już decyzja Banku Anglii, który podniósł stopy procentowe o 25 pb. do poziomu 5,25% i podobnie jak FED i EBC złagodził swoją komunikację, co sugeruje zbliżanie się do końca cyklu podwyżek. Stopy bez zmian pozostawił Czeski Bank Centralny. Prezes Aleš Michl powiedział jednak, że inflacja jest za wysoka, żeby obniżyć stopy procentowe. Z gołębich akcentów można wskazać formalnie zakończono program interwencji walutowych, który od października zeszłego roku nie był wykorzystywany, chociaż zaznaczono, że CNB będzie zapobiegał nadmiernym wahaniom kursu korony. Obniżki jednodniowej stopy depozytowej o 100 pb. do poziomu 15% dokonał Węgierski Bank Centralny.

O tyle samo obniżona została górna granica przedziału stóp do 17,5%. Główna stopa procentowa pozostała na niezmiennym poziomie 13%. Cykl obniżek stóp procentowych w lipcu rozpoczął się w Chile, gdzie obniżka wyniosła 100 pb. do 10,25%. Na moment publikacji komentarza wiemy, że pierwszego cięcia dokonano również w Brazylii o 50 pb. do 13,25%.

Rozluźnienie narracji EBC nie przełożyło się na zawężenie spreadów kredytowych krajów peryferyjnych strefy euro. Zawężeniu uległy natomiast spready obligacji krajów Europy Środkowo-Wschodniej w walutach bazowych.

Lipiec był kolejnym miesiącem bez zmiany stóp przez RPP. Rada Polityki Pieniężnej wskazuje na oddziaływanie polityki pieniężnej z opóźnieniem, które jest już coraz bardziej widoczne, a także efektami silnego zacieśnienia polityki pieniężnej przez główne banki centralne, spadki cen surowców, osłabienie dynamiki PKB, w tym konsumpcji. Walce z inflacją sprzyja również ostatnie umocnienie naszej waluty. Według RPP bieżąca restrykcyjna polityka prowadzi do wyraźnego spadku inflacji, do którego dołącza spowolnienie inflacji bazowej. Jest to widoczne w danych, gdzie odczyty inflacyjne zaskakują w dół konsensus ekonomistów. Po dwóch miesiącach braku wzrostu cen w ujęciu miesiąc do miesiąca w lipcu GUS zanotował spadek o 0,2% m/m. Krajowe dane makroekonomiczne opublikowane w lipcu za czerwiec potwierdziły marazm w polskiej gospodarce, jednocześnie pokazując, że dołek w sprzedaży detalicznej jest już za nami. Nastroju nie poprawił słaby odczyt PMI za lipiec.

W lipcu została zaprezentowana nowa projekcja inflacji i PKB. Nie różni się ona w istotny sposób od projekcji marcowej. Zauważalna jest nieznacznie niższa projekcja inflacji na przyszły rok, ale na zbliżonym poziomie do poprzedniej projekcji w roku 2025. Obniżona została oczekiwana dynamika PKB w bieżącym roku, ale podniesiona na lata 2024-25. Sama projekcja nie wskazuje na osiągnięcie celu w horyzoncie projekcji, ale wskazuje na zejście poniżej górnego przedziału pasa odchyłek w drugiej połowie 2025 roku. Przypomnieć należy jednak, że projekcja jest przygotowywana z uwzględnieniem stałych stóp procentowych, tak więc ich obniżanie będzie przesunęło ścieżkę inflacji w górę.

Na konferencji po posiedzeniu prezes Głapiński ogłosił zakończenie cyklu obniżek stóp procentowych. Wskazał, że spodziewa się pierwszej obniżki stóp procentowych w tym roku podtrzymując zdefiniowane wcześniej warunki do rozpoczęcia obniżek w postaci jednocyfrowej inflacji oraz perspektyw dalszego jej spadku. Tak postawione warunki powodują, że cykl obniżek spokojnie może zacząć się w październiku zgodnie z bieżącą ścieżką inflacji, a w grze pozostaje nawet obniżka we wrześniu jeśli odczyt za sierpień będzie jednocyfrowy.

Rynek stopy procentowej w Polsce gwałtownie zareagował na komunikację z strony prezesa NBP. Krzywa stopy procentowej uległa przesunięciu w dół i wystromieniu i nie uległa presji rosnących rentowności na rynkach bazowych. Obecnie polski rynek wycenia cztery obniżki po 25 pb. jeszcze w tym roku i łącznie 300 pb. cięć do 2025 roku łącznie. Stopa 2-letnia spadła z 5,72% do 5,2%, 5-letnia spadła z 5,00% do 4,59%, a 10-letnia z 5,04% do 4,65%. Rentowności obligacji 2-letnich spadły z 5,80% do 5,36%, 5-letnich z 5,64% do 5,30%, a 10-letnich z 5,78 % do 5,43%. W lipcu w ujęciu miesiąc do miesiąca ceny obligacji zmiennokuponowych wzrosły o 0,3-0,4%.

W minionym miesiącu Ministerstwo Finansów przeprowadziło aukcję zamiany i aukcję regularną. Na pierwszej sprzedano obligacje o wartości nominalnej 6 mld zł przy popycie 7,4 mld zł, a największa część aukcji została zrealizowana na 5-letniej obligacji zmiennokuponowej. Na drugiej aukcji sprzedano obligacje za 8 mld zł przy popycie 12,6 mld zł oraz sprzedaży obligacji za 0,55 mld zł nominalu na aukcji dodatkowej. Największym powodzeniem cieszyły się 5-letnie obligacje stałokuponowe. Ministerstwo Finansów przeprowadziło w sierpniu aukcję zamiany 3 sierpnia oraz zaplanowało aukcję regularną na 21 sierpnia. BGK nie przewiduje w sierpniu aukcji sprzedaży. Ministerstwo Finansów podało, że w czerwcu zaangażowanie inwestorów zagranicznych w obligacjach skarbowych w walucie lokalnej spadło o 1,3 mld zł. Stopień sfinansowania potrzeb pożyczkowych brutto po nowelizacji ustawy budżetowej na koniec lipca wynosi 89%. Stan środków na rachunkach budżetowych na koniec lipca wynosi ok. 132 mld zł.

Dalsza część sierpnia powinna być okresem wytchnienia przed zdecydowanie ciekawszym i bardziej burzliwym wrześniem. Z zagranicy poza odczytami makro determinującymi decyzje banków centralnych we wrześniu warto zwrócić uwagę na sympozjum bankierów centralnych w Jackson Hole. Na krajowym podwórku najważniejszy będzie wstępny odczyt inflacji za sierpień, który będzie miał bardzo duże znaczenie dla wrześniowej decyzji RPP o stopach procentowych.