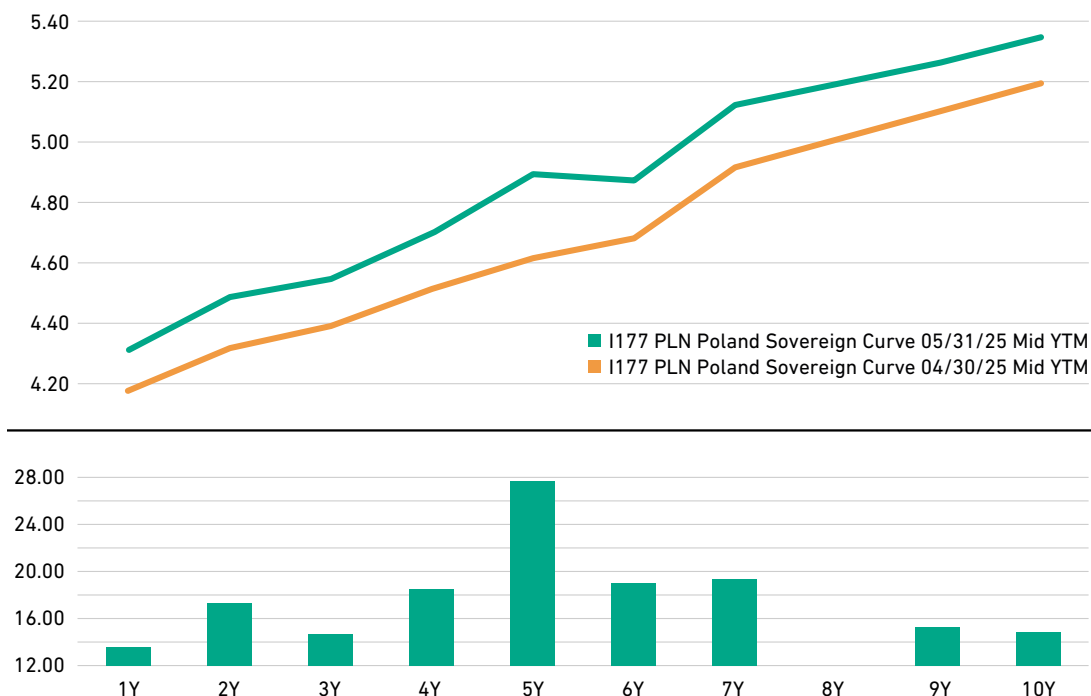


Czerwiec 2025

RYNEK DŁUGU

Wybory prezydenckie ożywiły zainteresowanie polską polityką ze strony rynków. Efekt można zaobserwować na wycenach polskich aktywów. Warto zatrzymać się na chwilę i rozważyć, jaki to będzie miało wpływ w średnim okresie, a to z kolei wymaga przejścia od polityki „bez przymiotników” do polityki gospodarczej (fiskalnej i monetarnej). Kontynuacja koabitacji niestety wyklucza scenariusze szybszej lub bardziej zdecydowanej konsolidacji fiskalnej w Polsce, z uwagi na groźbę weta prezydenta oraz potencjalne koszty polityczne przed kolejnymi wyborami parlamentarnymi. Zmieniło się ryzyko dla ścieżki deficytu, polityka fiskalna przy takim rozkładzie władz może być łagodzona. RPP przejmuje się polityką fiskalną i rada wspominała o tym niejednokrotnie. Łuźniejsza polityka fiskalna będzie równoważona bardziej restrykcyjną polityką pieniężną. Nie oznacza to oczywiście podwyżek stóp czy też braku obniżek, lecz skala w średnim okresie może być mniejsza. Najbliższa konferencja NBP na pewno pokaże nam jaką strategię wybierze Rada w kolejnych miesiącach w świetle nowych informacji (niższa inflacja flash za maj, decyzja Urzędu Regulacji Energetyki obniżająca ceny gazu dla gospodarstw domowych od lipca, wspomniane już wybory prezydenckie). Neutralne nastawienie bez wyraźnej komunikacji o zacieśnianiu polityki z pewnością byłoby wsparciem dla wyceny polskich papierów skarbowych, które pozostają pod presją. Obecnie dochodowość 10-latk od potowy maja oscyluje wokół poziomu 5,50%.

Krzywa rentowności polskich papierów skarbowych w maju 2025 r.



Źródło: Bloomberg

W amerykańskiej polityce handlowej wykonano duże kroki wstecz, tj. USA i Chiny zdecydowały się rozmawiać, zamiast nakładać na siebie trzycyfrowe stawki celne, amerykańskie sądy najprawdopodobniej unieważnią cła nakładane na podstawie ustawy o nadzwyczajnych uprawnieniach ekonomicznych, a eskalacja wojny handlowej z UE trwa w zasadzie jeden weekend. Nic więc dziwnego, że z szumu zaczynają wyłaniać się inne tematy, czyli amerykańska polityka fiskalna i stan tamtejszej gospodarki. Po ostatnich odczytach inflacji coraz większym tematem jest polityka pieniężna i niskie stopy.

AKCJE ZAGRANICZNE

W maju inwestorzy zapomnieli o jakichkolwiek ryzykach inwestycyjnych. Gremialnie kontynuowali zakupy rozpoczęte miesiąc wcześniej, co przełożyło się na wzrosty na globalnych indeksach. Relatywnie słabsze giełdy amerykańskie dotarły do poziomów z końca ubiegłego roku. Indeksy europejskie były znacznie mocniejsze od amerykańskich, w tym również polskie, które zanotowały stopy zwrotu ponad 20% od początku roku.

Zachowanie głównych indeksów

	MTD%	QTD%	YTD%
S&P500	6,2%	5,3%	0,1%
Nasdaq	9,6%	10,5%	-1,9%
Stoxx600	4,0%	2,8%	8,7%
RTY Index	5,2%	2,7%	-7,2%
DAX	6,7%	8,3%	20,5%
MSCI Emerging Markets	4,0%	5,1%	7,3%
MSCI World	5,7%	6,5%	3,9%

Źródło: Bloomberg, dane na 30 maja 2025 r.

Optymizm powrócił na rynki, tym bardziej że publikowane wskaźniki gospodarcze nie pokazywały wyraźnych oznak słabości. Większość z nich wypadła zgodnie z oczekiwaniami makroekonomistów.

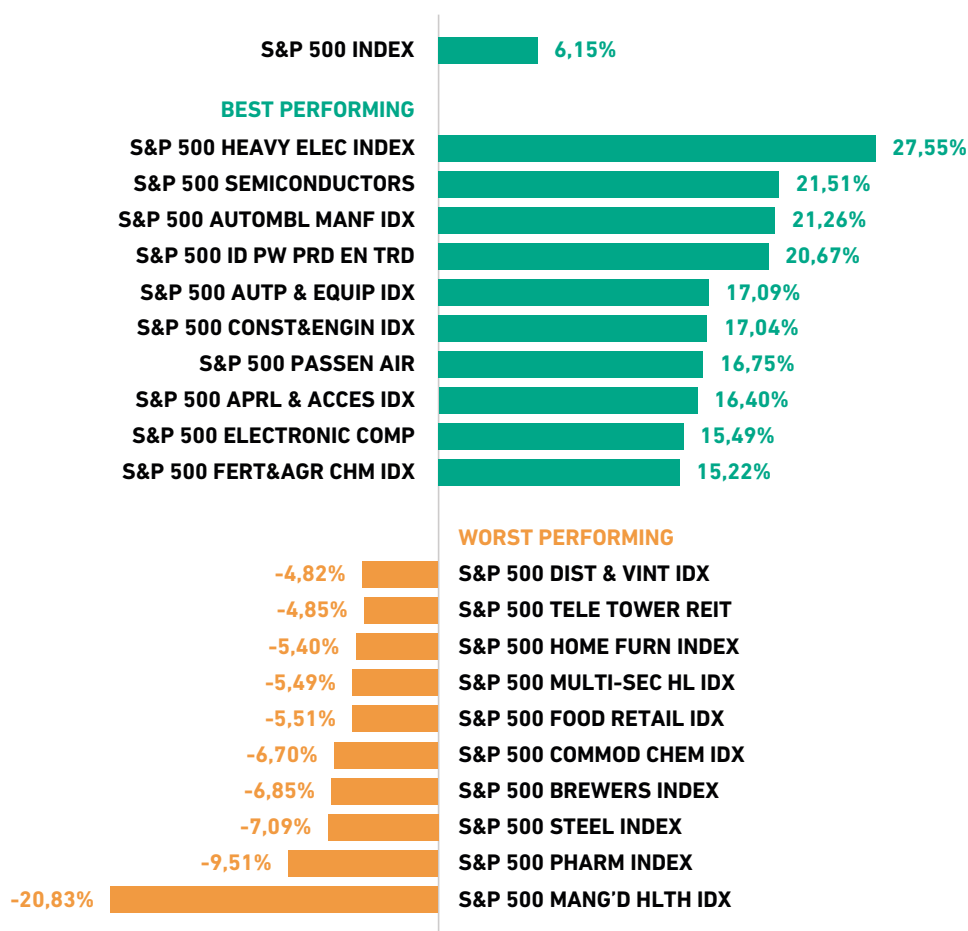
Od strony geopolitycznej obserwowaliśmy ciąg dalszy sagi o cłach, na którą inwestorzy nie reagują już tak mocno, jak na początku kwietnia. Kolejne informacje o nowych cłach, przesunięcia wprowadzenia, zmniejszenia stawek, itp. pokazują, że jak dotąd jest to tylko szum informacyjny, a nie poważna polityka gospodarcza. Konsensus rynkowy na chwilę obecną jest taki, że docelowe stawki znajdą się w przedziale 12-15% i powoli będą uzgadniane „deale” między USA a poszczególnymi krajami. Dopiero większe odstępstwa od tego scenariusza sprawią, że temat ciał wróci na radary inwestycyjne.



**Optymizm powrócił na rynki,
tym bardziej że publikowane
wskaźniki gospodarcze
nie pokazywały wyraźnych
znak słabości**



Stopy zwrotu z poszczególnych sektorów indeksu S&P500 w maju 2025 r.



Źródło: Bloomberg

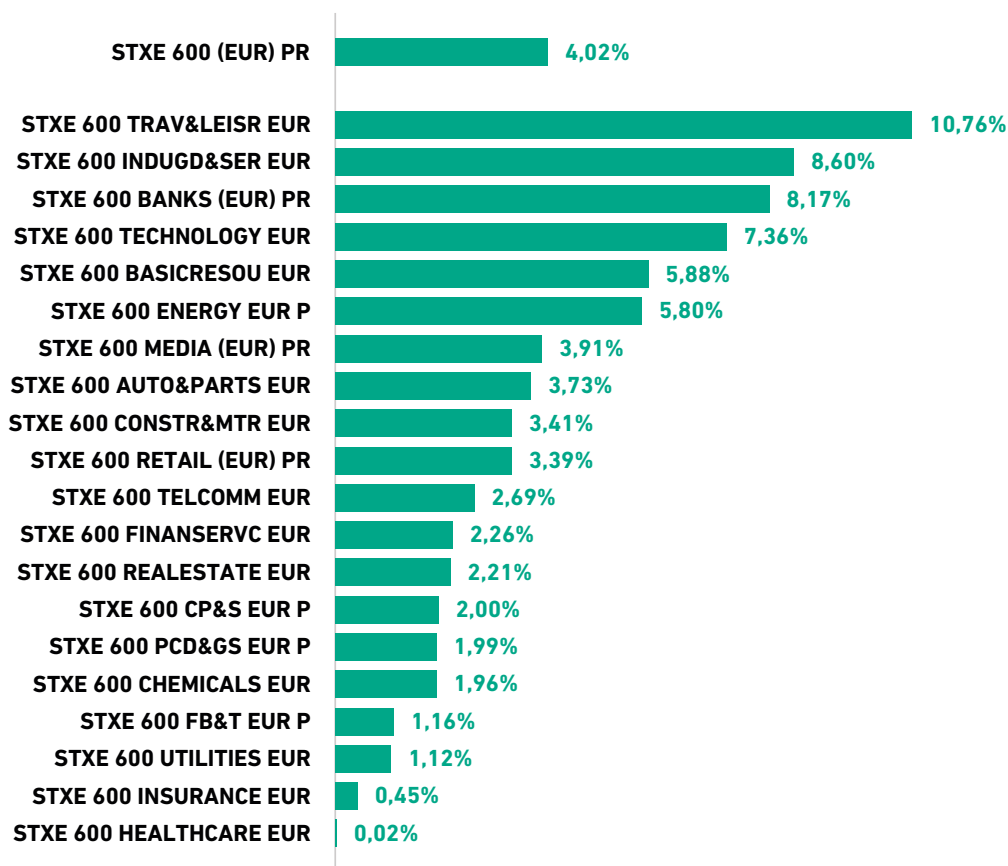
Co ciekawe, rynki nie wyceniają jeszcze tego, jaki wpływ na gospodarkę globalną będą miały wyższe stawki celne. Efektem, na ten moment trudnym do zmierzenia, będą wyższe ceny dla konsumenta. Dodatkowo część wyższych kosztów wezmą na siebie firmy, co będzie skutkowało niższymi marżami i zyskami. Nie będzie to efekt drastyczny, ale wystarczający do spowolnienia wzrostu PKB. Optymistyczni, jak na razie, inwestorzy i wysokie wyceny na rynkach kapitałowych, zdają się nie uwzględniać takiego scenariusza.

Gospodarka europejska w tym kontekście wygląda relatywnie lepiej. Niższa presja inflacyjna, co będzie skutkowało luźniejszą polityką monetarną ECB oraz plany ekspansji fiskalnej pozytywnie wpłyną na aktywność biznesową i wzrost PKB. Warto pamiętać o niższych wycenach w relacji do spółek amerykańskich, co w zestawieniu z oczekiwanym osłabieniem dolara, zachęci inwestorów do przesuwania aktywów z rynku amerykańskiego do Europy, jak też na inne rynki globalne.



**Rynki nie wyceniają jeszcze tego,
jaki wpływ na gospodarkę globalną
będą miały wyższe stawki celne**



Stopy zwrotu z poszczególnych sektorów indeksu EuroStoxx600 w maju 2025 r.

Źródło: Bloomberg

Biorąc powyższe pod uwagę, w otoczeniu podwyższonej zmienności na giełdach oraz niższego wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach, przy utrzymującej się powyżej celu inflacji, warto zachować lekko defensywne podejście do aktywów ryzykownych. W ramach portfela akcyjnego utrzymujemy zmniejszone pozycje w akcjach amerykańskich i jednocześnie przeważamy rynki europejskie. W naszym scenariuszu bazowym nie spodziewamy się nadejścia recesji, a jedynie tak zwanego „mid-cycle slowdown” – spowolnienia w trakcie cyklu. Z tego względu ewentualne spadki będziemy wykorzystywali do zwiększania ekspozycji w ciekawe i atrakcyjnie wycenione spółki ekspozowane na długoterminowe, pozytywne makrotrendy.



**Warto zachować lekko
defensywne podejście do
aktywów ryzykownych**



AKCJE POLSKIE

Polski rynek kapitałowy pod presją ryzyka politycznego i spadającej płynności.

W maju polski rynek akcji kontynuował wzrosty, jednak ich skala była ograniczona. Indeks WIG20 zyskał zaledwie **1,24%**, co było wynikiem istotnie słabszym niż w poprzednich miesiącach.

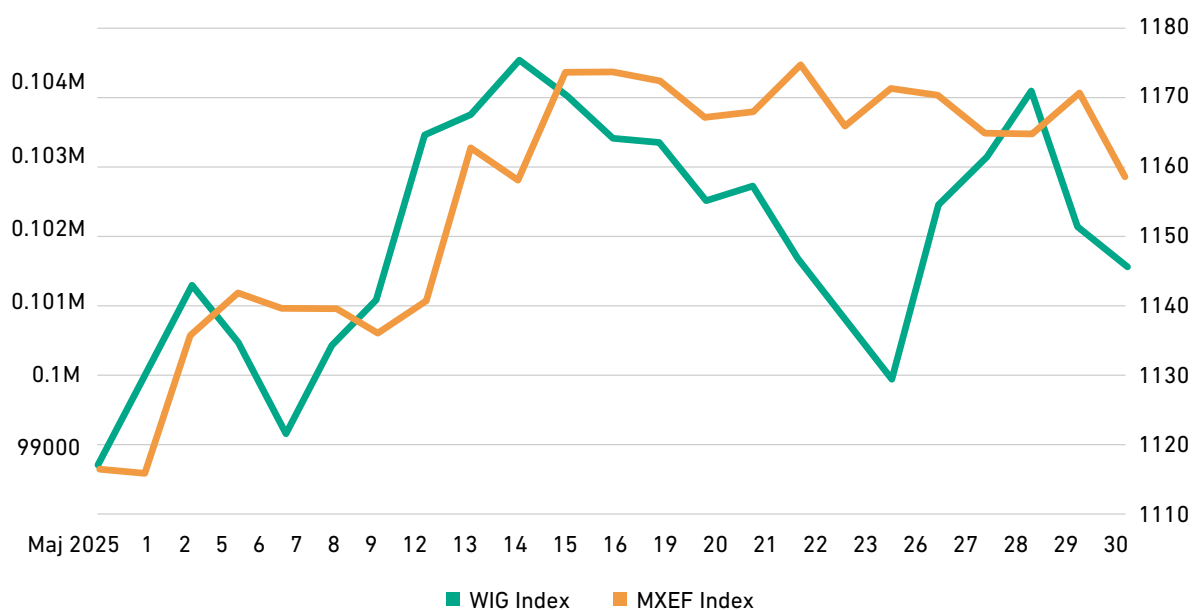
Zachowanie głównych indeksów

	MTD%	QTD%	YTD%
WIG	2,8%	5,8%	27,5%
WIG20	1,2%	3,1%	26,5%
WIG Banki	2,1%	2,5%	33,1%
mwig40 index	2,1%	8,0%	26,8%
swig80 index	3,6%	7,4%	21,0%
WIBR6M Index	5,1%	5,4%	5,4%

Źródło: Bloomberg, dane na 30 maja 2025 r.

Pogorszenie nastrojów inwestorów wynikało przede wszystkim z rosnącego ryzyka politycznego w związku ze zbliżającymi się wyborami prezydenckimi. Indeks szerokiego rynku **WIG zachowywał się gorzej niż indeks MSCI Emerging Markets**, co widać na załączonym wykresie.

MSCI EM vs WIG w maju 2025 r.

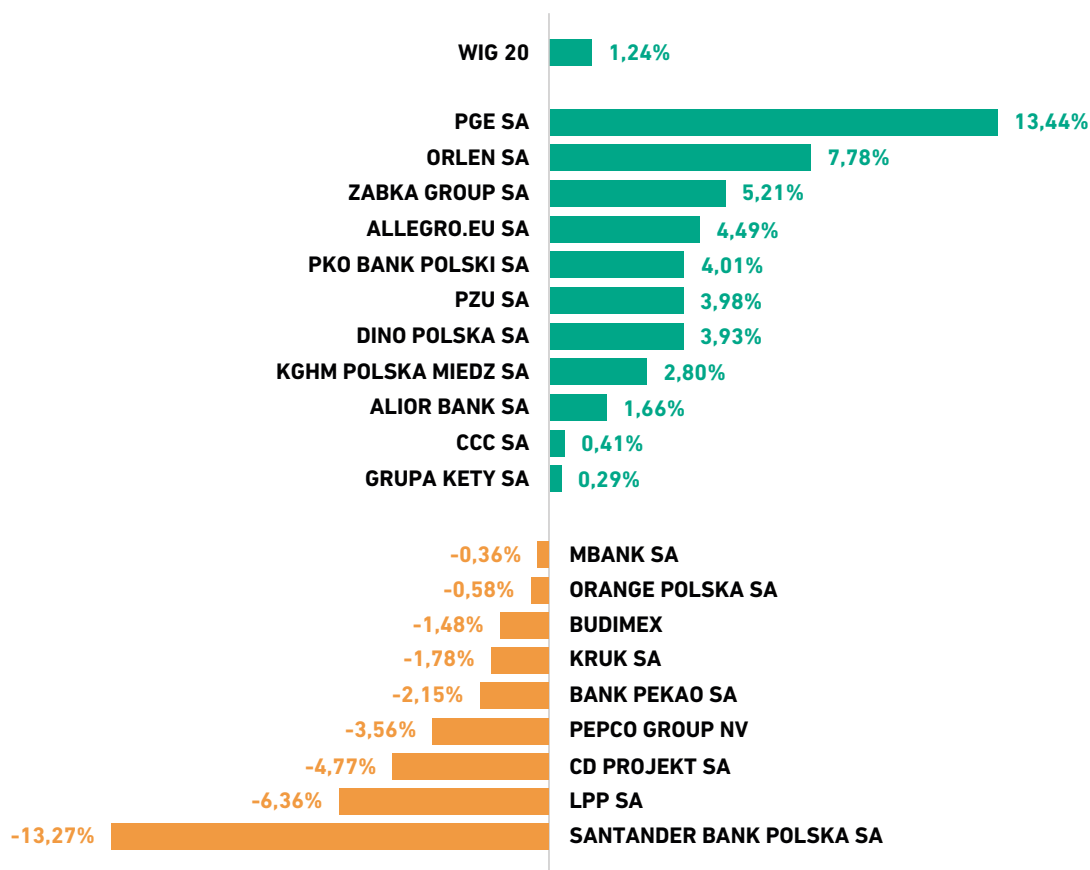


Źródło: Bloomberg

Główną osią niepewności była rywalizacja wyborcza, a zwłaszcza potencjalna wygrana Karola Nawrockiego. Rynek zaczął dyskontować możliwość zaostrenia konfliktu między prezydentem a rządem, co przyczyniło się do wzrostu awersji do ryzyka. Jednocześnie zwycięstwo Karola Nawrockiego może w średnim terminie otworzyć drogę do powrotu rządów Prawa i Sprawiedliwości, co inwestorzy mogą odczytywać jako zagrożenie dla jakości zarządzania w spółkach Skarbu Państwa. W okresie ich rządów te podmioty były bowiem często obsadzone zarządami bez odpowiednich kompetencji. Ponieważ spółki Skarbu Państwa stanowią około **40% indeksu WIG**, ich zachowanie ma kluczowe znaczenie dla całego rynku.

Wśród wydarzeń sektorowych szczególną uwagę warto zwrócić na banki, a w szczególności na losy **Santander Bank Polska**. Jego hiszpańska spółka matka zdecydowała się na sprzedaż 49,9% udziałów na rzecz Erste Group, która od dawna interesowała się wejściem na polski rynek. Transakcja, choć strategicznie ważna, nie obejmuje całego pakietu posiadanego przez Santander, co oznacza, że pozostałe **ok. 12% akcji (wartość ok. 6 mld zł)** najprawdopodobniej trafi na rynek w ramach przyspieszonej księgi popytu (ABB). Taki scenariusz oznacza potencjalny odpływ płynności i miał bezpośredni wpływ na notowania banku – **Santander był najstabszą spółką w indeksie WIG20 w maju** (szczegóły w załączonej tabeli).

Zachowanie poszczególnych spółek Indeksu WIG20 w maju 2025 r.



Źródło: Bloomberg

Maj był również miesiącem intensywnych transakcji typu ABB – główni akcjonariusze zbywali udziały m.in. w spółkach **Benefit Systems, Murapol oraz XTB**, na łączną kwotę około **2,5 mld zł**. Jednocześnie, na przełomie maja i czerwca, na rynek trafi około **4 mld zł** z tytułu dywidend wypłacanych przez spółki notowane na GPW, co może częściowo zrównoważyć wpływ podaży akcji.

Biorąc pod uwagę połączenie czynników ryzyka politycznego z ryzykiem mniejszej płynności, nasza alokacja na polski rynek pozostaje **delikatnie niedoważona**. W krótkim terminie oczekujemy większej zmienności i możliwej kontynuacji selektywnej realizacji zysków, szczególnie wśród spółek z dużym udziałem Skarbu Państwa.

NOTA PRAWNA

Przedstawiony materiał ma charakter reklamowy, nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego i nie należy go traktować jako rekomendacji inwestowania w jakiekolwiek 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.