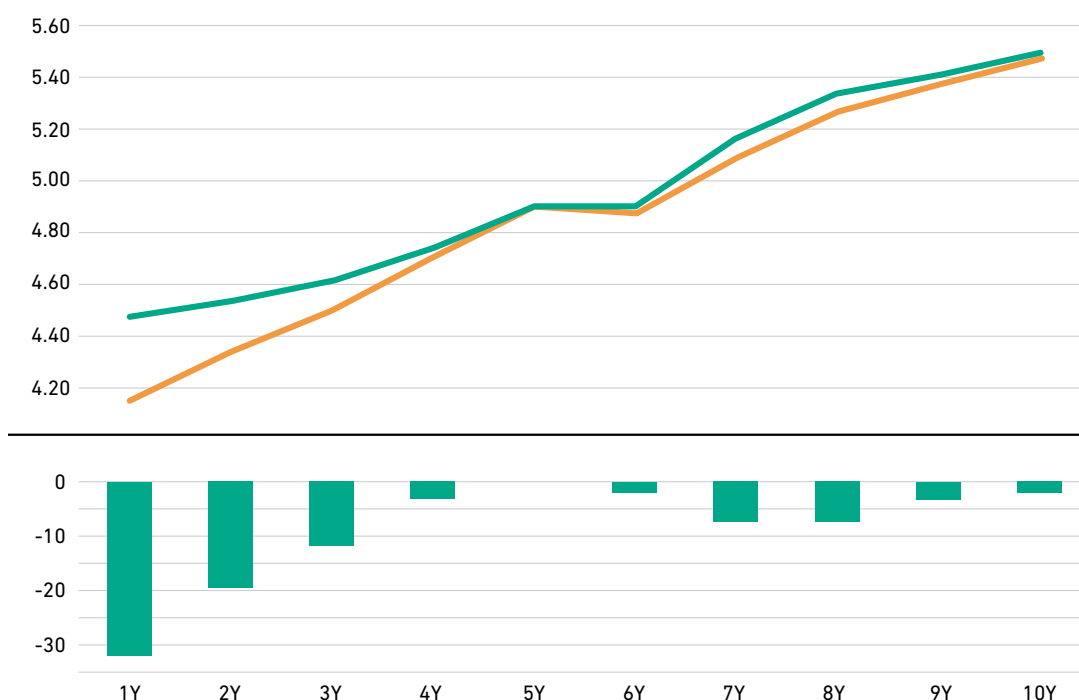


# Sierpień 2025

## RYNEK DŁUGU

Bez wątpienia najważniejszym ostatnim wydarzeniem na krajowym rynku długu były dane inflacyjne z polskiej gospodarki. Okazały się one nieco wyższe od oczekiwań i wpłynęły na wzrosty rentowności, zwłaszcza na krótkim końcu krzywej, który jest bardziej wrażliwy na potencjalne zmiany stóp procentowych. Po samym odczycie rentowność 2-latki wzrosła o ok. 10 pb. do poziomu 4,43%. Z kolei długi koniec krzywej utrzymywał się w okolicy 5,45%. Poznaliśmy ponadto plan podaży długu na sierpień. Zgodnie z nim Ministerstwo Finansów zakłada jeden przetarg sprzedaży obligacji o wartości 6-12 mld PLN oraz jeden przetarg zamiany. Zgodnie z przekazanymi przez resort informacjami, stan środków na rachunkach budżetowych na koniec lipca wynosi ok. 180 mld PLN. Resort powtórzył ponadto, że obecny stopień sfinansowania potrzeb pożyczkowych wynosi ok. 85%.

Zmiana krzywej rentowności polskich papierów skarbowych w lipcu



Źródło: Bloomberg

Rentowność amerykańskiego długu pozostaje relatywnie stabilna, choć ostatnie dane o wyższej od oczekiwań inflacji PCE ze Stanów Zjednoczonych wpłynęły na niewielkie wzrosty rentowności z krótkiego końca krzywej. W przypadku 10-latki, rentowność koncentruje się wokół poziomu 4,37%. W ślad za narracją prezesa FED z końca lipca, kluczowy pozostaje rynek pracy. Na rynku niemieckiego długu od posiedzenia EBC trwa stabilizacja notowań. Nie zmieniły tego nawet liczne dane z ostatnich dni, kiedy poznaliśmy nieco lepsze od konsensusu dane dotyczące tempa wzrostu gospodarczego w strefie euro w drugim kwartale, czy dane inflacyjne z wybranych państw UE.

## AKCJE ZAGRANICZNE

W lipcu kontynuowane były wzrosty na giełdach rozpoczęte w kwietniu. Prym wiodły indeksy amerykańskie, podczas gdy reszta świata radziła sobie nieco słabiej. Główna narracja rynkowa jest następująca: gospodarka USA okazuje się bardziej zdolna do adaptacji niż wcześniej zakładano, na co rynki finansowe reagują coraz wyższymi wycenami, zupełnie nie patrząc na potencjalne ryzyka. Jak na razie byki mają rację.



***Pomimo gwałtownego wzrostu cen  
oraz utrzymującej się niepewności  
politycznej, gospodarka USA nadal  
przewyższa oczekiwania***



Pomimo gwałtownego wzrostu cen oraz utrzymującej się niepewności politycznej, gospodarka USA nadal przewyższa oczekiwania, wspierana przez odporność strukturalną, dynamiczny cykl inwestycyjny w dziedzinie AI oraz ukierunkowane wsparcie fiskalne. Przy średnich stawkach celnych przekraczających obecnie 15%, wielu obawiało się szoku stagflacyjnego — jednak wzrost PKB pozostaje solidny, inflacja bazowa nie rośnie, a rynki akcji odbiły. Nakłady inwestycyjne napędzane przez AI, szczególnie ze strony gigantów technologicznych, a w coraz większym stopniu, także ze strony małych i średnich przedsiębiorstw, kompensują negatywne skutki związane z handlem, podczas gdy proponowane przez Trumpa ulgi podatkowe pomagają firmom absorbować koszty, nie przerzucając ich w pełni na konsumentów. Zagraniczni eksporterzy biorą na siebie część ciężaru cen, a inflację łagodzi niezwiązana z handlem dezinflacja w sektorze czynszów, energii i samochodów używanych. Innymi słowy, zdolność gospodarki USA do absorbowania wstrząsów jest zaskakująca. Mimo to odporność ta może okazać się przejściowa, a pełny wpływ cen i zaostrzonych warunków finansowych jeszcze się nie ujawnił, co rodzi ryzyko, że obecna siła jest jedynie preludium do bardziej widocznych przeciwności w nadchodzących danych. Czas pokaże.

### Zachowanie głównych indeksów

|                              | MTD% | QTD% | YTD%  |
|------------------------------|------|------|-------|
| <b>S&amp;P500</b>            | 2,2% | 2,2% | 7,3%  |
| <b>Nasdaq</b>                | 3,7% | 3,7% | 8,4%  |
| <b>Stoxx600</b>              | 0,9% | 0,9% | 8,2%  |
| <b>RTY Index</b>             | 1,7% | 1,7% | -0,7% |
| <b>DAX</b>                   | 0,7% | 0,7% | 20,9% |
| <b>MSCI Emerging Markets</b> | 1,7% | 1,7% | 15,3% |
| <b>MSCI World</b>            | 1,2% | 1,2% | 9,6%  |

Źródło: Bloomberg, dane na 31 lipca 2025 r.

Podczas gdy gospodarka USA na pierwszy rzut oka wydaje się odporna, rynki wchodzą w fazę większej niepewności. Wyceny są wysokie, ze wskaźnikiem CAPE Shillera na poziomie 38 oraz premią za ryzyko na rynku akcji bliską zeru, podczas gdy rosnące rentowności obligacji oferują coraz bardziej atrakcyjne alternatywy. Sezonowa słabość w okresie sierpień-wrzesień, w połączeniu z przeciwnościami makroekonomicznymi — obniżkami prognoz PKB, rosnącym bazowym wskaźnikiem CPI i osłabieniem na rynku pracy — stwarza ryzyko dla nastrojów. Powróciła nadmierna spekulacja, widoczna w gwałtownym wzroście notowań akcji memowych i kryptowalut, podczas gdy oczekiwania dotyczące wzrostu zysków są rewidowane w dół. Warto zauważyć, że obecnie 10 największych spółek odpowiada za 40% kapitalizacji rynkowej, podczas gdy w marcu 2000 roku było to 28%.

Jak zatem podchodzimy do rynku w najbliższym czasie? Scenariusz bazowy to rosnące ryzyko ze strony makroodczytów prostagflacyjnych, co może w krótkim terminie schłodzić rynki akcyjne. Jednak odporność gospodarki w USA w połączeniu z oczekiwaniem na bardziej gotębi Fed, wciąż wysokie wydatki fiskalne oraz zapowiedziane duże inwestycje zagraniczne ogłoszone przy okazji negocjacji celnych sprawiają, że w średnim i długim terminie gospodarka amerykańska może zachowywać się lepiej od oczekiwań. Stąd przejściowo słabsze dane makroekonomiczne oraz ewentualne korekty spadkowe na rynkach to dobre okazje do zwiększania ekspozycji w akcje.

## AKCJE POLSKIE

W lipcu indeks WIG20 kontynuował wzrosty, osiągając poziom bliskie 3000 punktów. Tym samym nie zrealizował się sygnalizowany w ubiegłym miesiącu scenariusz techniczny formacji głowy z ramionami – rynek zanegował tę strukturę, co widać na poniższym wykresie, wykazując siłę pomimo braku jednoznacznego wsparcia w danych makroekonomicznych.

Wykres WIG20



Źródło: Bloomberg, dane na 31 lipca 2025 r.

Otoczenie gospodarcze w dalszym ciągu pozostaje co najmniej mieszane. Sprzedaż detaliczna w ujęciu rocznym co prawda wzrosła, ale wynik był słabszy od oczekiwań. Jednocześnie inflacja spadła o 1 punkt procentowy, do poziomu 3,1%, co przyjęto pozytywnie, choć nie przekłada się to na wyraźne ożywienie aktywności gospodarczej. Przemysłowy PMI utrzymał się na niskim poziomie 44,8 pkt, co świadczy o trwającym spowolnieniu w sektorze. Również sytuacja w branży budowlanej budzi niepokój – z wypowiedzi przedstawicieli branży wynika, że przetargi publiczne ogłaszane są w mniejszej skali, niż wcześniej zapowiadano. To powoduje, że firmy coraz częściej składają agresywne cenowo oferty, co może odbić się negatywnie na ich wynikach w kolejnych kwartałach.

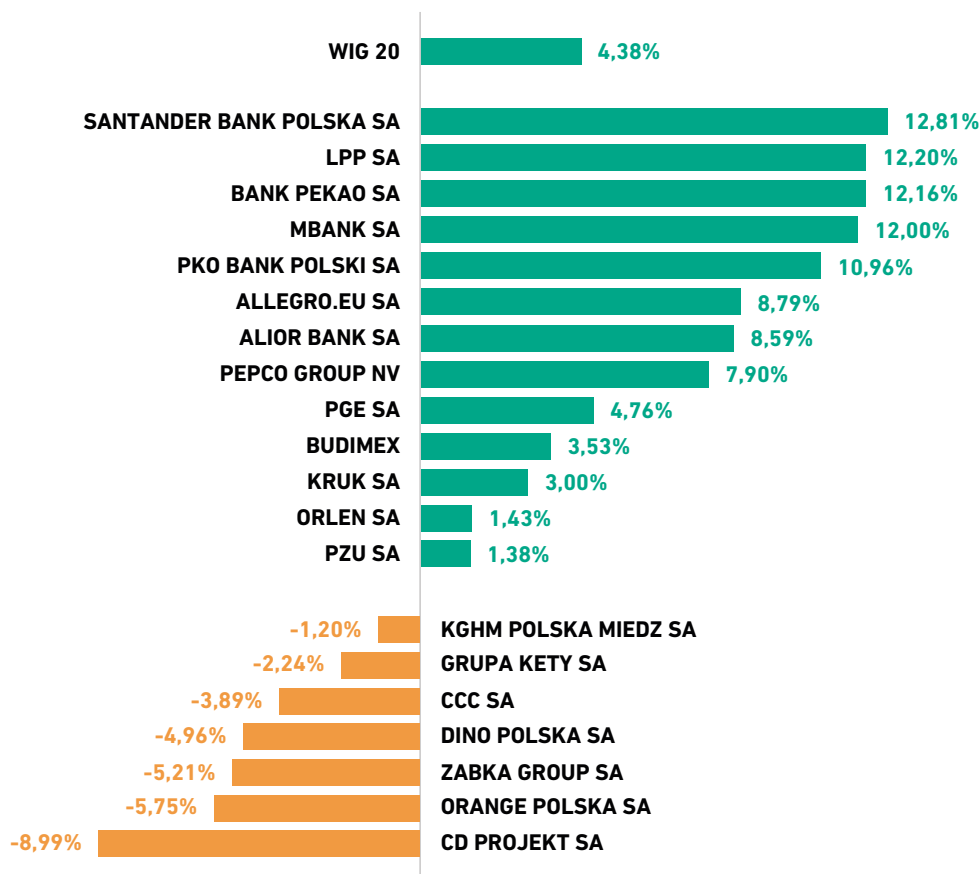
### Zachowanie głównych indeksów

|              | MTD% | QTD% | YTD%  |
|--------------|------|------|-------|
| WIG          | 3,1% | 3,1% | 35,6% |
| WIG20        | 3,7% | 3,7% | 34,6% |
| WIG Banki    | 8,9% | 8,9% | 45,0% |
| MWIG40       | 0,2% | 0,2% | 30,6% |
| SWIG80       | 1,5% | 1,5% | 23,9% |
| WIBR6M Index | 4,9% | 4,9% | 5,3%  |

Źródło: Bloomberg, dane na 31 lipca 2025 r.

Wzrosty na rynku akcji napędzane były głównie przez sektor bankowy, który – dzięki dużej płynności – przyciąga uwagę inwestorów zagranicznych. Napływ kapitału z za granicy odegrał kluczową rolę w poprawie wycen, choć trudno przypisać ten ruch poprawie fundamentów gospodarczych.

### Stopy zwrotu poszczególnych spółek z WIG20 w lipcu



Źródło: Bloomberg, dane na 31 lipca 2025 r.

W naszej ocenie w najbliższym czasie rynek w Polsce będzie pozostawał pod wpływem umacniającego się dolara. Od początku roku globalne rynki dyskontowały scenariusz spowolnienia gospodarczego i możliwej zmiany w polityce monetarnej (włącznie z pojawiającymi się głosami o potencjalnej zmianie na stanowisku prezesa Fed), co skutkowało deprecjacją waluty amerykańskiej. Tymczasem zbiorczy PMI dla USA po okresie ostabienia wrócił do poziomu 54, stopa bezrobocia utrzymuje się powyżej 4%. Choć nie są to dane wskazujące na silną ekspansję, to jednocześnie pokazują, że amerykańska gospodarka przetrwała trudny okres, jaki przypaść na początek wojny celnej.

Warto też zauważyć, że USA w ostatnich miesiącach zawarły szereg umów handlowych z różnymi krajami, a ta ostatnia – z Unią Europejską – raczej uwypukla słabość pozycji negocjacyjnej Europy. Na naszym kontynencie wciąż nie udało się przezwyciężyć kluczowych barier dla wzrostu: przeregulowania, presji środowiskowej i braku skutecznych reform rynku pracy i otoczenia biznesowego. Jednocześnie Europa, jako gospodarka oparta w dużej mierze na eksporcie, pozostaje pod silną presją konkurencji z Chin – szczególnie w obszarze motoryzacji, gdzie europejscy producenci tracą udziały rynkowe.

Powyższe argumenty stawiają gospodarkę europejską w słabszej pozycji do amerykańskiej. Stąd oczekujemy, że będzie to sprzyjać umacnianiu pozycji rynku amerykańskiego, kosztem europejskiego – przynajmniej w krótkim terminie. Obecne otoczenie może stanowić pretekst do rozegrania przynajmniej korekty dotychczasowego trendu – tj. odwrócenia rotacji kapitału z amerykańskich aktywów do europejskich, jaka miała miejsce w poprzednich kwartałach, co również może dotknąć wyceny polskich aktywów.

## 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](http://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.