

**Rynek długu**

W lipcu rentowności obligacji krajowych spadły (ceny wzrosły) na całej krzywej dochodowości. Największą zmianę odnotowały obligacje dwuletnie gdzie rentowności spadły z poziomu 4,56% (na koniec czerwca) do 4,34% (na koniec lipca), obligacje pięcioletnie handlowane były w przedziale 4,93%-4,89%, a dziesięcioletnie 5,50%-5,46%. Dochodowości papierów niemieckich i amerykańskich wzrosły (odpowiednio z 2,60% do 2,69% oraz z 4,22% do 4,37%).

Pod koniec miesiąca opublikowane zostały dane dotyczące inflacji; według wstępnego szacunku inflacja w lipcu spadła do 3,1%. Poziom inflacji jest nieco wyższy, niż oczekiwano (konsensus 2,9%), niemniej jednak po raz pierwszy od czerwca ubiegłego roku wskaźnik CPI znalazł się w przedziale celu NBP. Spadek inflacji, to w głównej mierze efekt wysokiej bazy odniesienia sprzed roku kiedy nastąpił silny wzrost cen energii elektrycznej. Podwyższona pozostaje inflacja bazowa, co wraz z wyższymi od oczekiwań odczytami dynamiki płac w ostatnich miesiącach tworzy istotne ryzyko inflacyjne dla gołębiej części Rady, która kolejne, decyzyjne posiedzenie odbędzie we wrześniu.

Europejski Bank Centralny, zgodnie z oczekiwaniami pozostawił stopy procentowe na dotychczasowym poziomie (stopa referencyjna 2,15%). W komunikacie po posiedzeniu wskazano, że gospodarka strefy euro pozostaje odporna. Napływające dane są zgodne z wcześniejszymi oczekiwaniami EBC. Wskaźniki inflacji bazowej są spójne z celem inflacyjnym, a długoterminowe oczekiwania inflacyjne kształtują się w okolicy 2%, co nie oznacza końca luzowania. Bank jest „w dobrym miejscu by utrzymywać stopy bez zmian i obserwować”. Kolejne posiedzenie EBC odbędzie się we wrześniu.

Na posiedzeniu w ostatnich dniach lipca FED nie zmienił stóp procentowych, utrzymując je od grudnia 2024 roku na poziomie 4,25%-4,50%. W komunikacie po posiedzeniu po raz kolejny podkreślono niepewność co do perspektyw gospodarczych i ryzyka dla obu stron podwójnego mandatu Fed (stabilność cen i cel inflacyjny 2% oraz maksymalizacja zatrudnienia). Podczas konferencji prezes FED Jerome Powell powiedział, że inflacja jest na podwyższonym poziomie, ale na ścieżce do 2% celu. Restrykcyjna polityka pieniężna pozwala odpowiednio reagować na zmiany sytuacji gospodarczej. Na najbliższym posiedzeniu, które odbędzie się w dniach 16-17 września zaprezentowane zostaną aktualne prognozy gospodarcze i wykres dot-plot.

W lipcu odbyły się trzy przetargi sprzedaży obligacji skarbowych, na których Ministerstwo Finansów uplasowało papiery o łącznej wartości blisko 32 mld PLN przy popycie przekraczającym 44 mld PLN. Podobnie, jak na poprzednich aukcjach największym powodzeniem cieszyły się pięcioletnie obligacje o stałym kuponie (PS0730), które odpowiadały za niemal połowę sprzedaży. Wysoki popyt w dużej mierze wsparty był napływem kapitału z wykupu DS0725 i FPC0725 oraz wypłaty odsetek. Stopień sfinansowania potrzeb pożyczkowych brutto budżetu na koniec lipca wynosi około 85%.



Rynek akcji polskich

Lipiec był kolejnym udanym miesiącem dla inwestorów na rynkach akcyjnych. Indeksy kontynuowały trend wzrostowy, a wiele z nich wzbiło się na swoje rekordowe poziomy. Wśród tych zdobywających nowe szczyty znalazły się przede wszystkim indeksy amerykańskie – S&P500 urósł o 2,1%, a Nasdaq100 o 2,3% – ale także europejskie: DAX40 zwiększył swoją wartość o 0,7%, FTSE100 o 4,2%, a CAC40 o 1,4%, choć temu ostatniemu do szczytów jeszcze trochę brakuje. Podobny sentyment utrzymywał się także na polskiej giełdzie, gdzie również zostały osiągnięte nowe maksima, a indeks szerokiego rynku WIG zakończył miesiąc 3,1% powyżej czerwcowych poziomów.

W minionych tygodniach uwagę inwestorów skupiały przede wszystkim komunikaty amerykańskiej administracji i prezydenta Stanów Zjednoczonych o negocjacjach celnych prowadzonych z kolejnymi krajami. Było to oczywiście pokłosiem decyzji o wprowadzeniu dodatkowych ceł importowych do USA 9 kwietnia, a następnie zawieszeniu ich do 9 lipca. Wszystko wskazuje na to, że zbliżamy się do końca tej geopolitycznej rozgrywki, ponieważ Stany Zjednoczone ogłaszały w kolejnych dniach lipca podpisywanie umów handlowych z partnerami. Efektem tego zamieszania jest niewątpliwie wzrost barier handlowych i średniej stawki celnej dla importu do Stanów Zjednoczonych. Skala tej podwyżki jest jednak nieco niższa niż w połowie kwietnia, zmalało także ryzyko dalszej eskalacji wojen celnych.

Polski rynek skupiał się prawdopodobnie bardziej na lokalnych wydarzeniach, związanych głównie z nieoczekiwaną obniżką stóp procentowych przez RPP o 25 punktów bazowych, a także z zapowiadaną od miesięcy rekonstrukcją rządu. Ostatecznie, poza krótkotrwałym zwiększeniem zmienności, żadne z tych wydarzeń nie zmieniło obrazu warszawskiej giełdy, który inwestorzy rysują dla nas od wielu miesięcy. Lipiec był kolejnym, ósmym z rzędu wzrostowym miesiącem dla WIG20 (+3,8%). Tak długa seria jeszcze nigdy nie miała miejsca, choć dwukrotnie wcześniej (w 2009 oraz na przełomie 2005/06) mieliśmy do czynienia z seriami trwającymi po sześć miesięcy. Największe spółki rosły w minionych tygodniach szybciej od średnich (mWIG40 +1%) i małych (sWIG80 +2%).

Sektor bankowy wydawał się nie reagować na niespodziewaną obniżkę stóp procentowych ani na konferencję prezesa NBP, która miała raczej gołębi charakter. Indeks WIG-Banki był zdecydowanym królem minionego miesiąca i urósł o 9%. Inwestorzy chętnie kupowali także spółki odzieżowe, w miarę pojawiania się kolejnych raportów analitycznych z prognozami wyników. Wskazywały one na nieco lepszą sytuację w branży, niż można się było obawiać, obserwując kiepską pogodę w drugim kwartale. Indeks WIG-Odzież urósł o 6,8%.

Negatywnie wyróżniały się natomiast sektory chemiczny (finalizacja rozmów Grupy Azoty z Orlenem w sprawie zaangażowania w Polimery Police zakończyła się bez pozytywnego rozwiązania dla producenta nawozów) oraz tradycyjny handel detaliczny, gdzie pogoda mogła bardziej dać się we znaki, skutkując obniżeniem oczekiwań dotyczących dynamiki powtarzalnej sprzedaży.



Globalny Rynek Akcji

Lipiec upłynął pod znakiem kontynuacji wzrostów na rynkach akcji, aczkolwiek przy niższej dynamice, co jest racjonalnym zachowaniem z uwagi na fakt otwierającego się okresu publikacji wyników kwartalnych przez spółki. Miłym wyróżnikiem w relacji do poprzednich miesięcy był fakt, iż w lipcu rynkom nie przeszkadzała polityka, zwłaszcza ta z Waszyngtonu, gdyż Donald Trump poza pojedynczymi groźbami i obelgami w kierunku Jerome Powella nie zapowiedział niczego niepokojącego. Nawiasem mówiąc, jest dla nas niezmiennie niebywałe, że w największej gospodarce świata w ogóle mają miejsce tego typu komentarze rodem z Turcji czy też innych krajów, gdzie niezależność banku centralnego jest albo atakowana albo po prostu tej niezależności nie ma. Ponadto, otoczenie Trumpa powinno doskonale zdawać sobie sprawę, że rynków nie da się oszukać i różne zamachy na bank centralny kończyły się katastrofalnie dla każdego kraju, gdzie tego typu działania miały miejsce. Niemniej, miniony miesiąc był dobry dla rynków akcji, a pierwsze raporty ze spółek potwierdziły pozytywne momentum wynikowe i raczej marginalny bezpośredni wpływ wojny handlowej. Rynek w szczególności wypatrywał wyników z „Magnificent 7” w kontekście dynamiki wydatków na centra danych, co jest kluczową zmienną dla całego „koszyka AI”.

KLASA AKTYWÓW	INDEKS	↑ 1M	3M	6M	YTD	12M	24M
AKCIE	MSCI World Growth	2,07%	16,24%	7,56%	10,39%	19,44%	44,23%
	MSCI Emerging Markets	1,67%	11,72%	13,71%	15,60%	14,61%	18,75%
	MSCI World	1,23%	11,50%	6,24%	9,93%	14,12%	33,02%
	MSCI World Small Cap	1,15%	11,66%	4,06%	7,62%	6,65%	16,63%
	MSCI World Value	0,32%	6,66%	4,80%	9,41%	8,71%	21,97%
	Indeks VIX	-0,06%	-32,31%	1,77%	-3,63%	2,20%	22,67%
FX I SUROWCE	Złoto spot	7,28%	14,91%	-5,51%	-2,83%	-10,15%	-15,23%
	Bloomberg Dollar Spot Index	2,65%	-0,16%	-6,58%	-6,72%	-2,56%	0,29%
	Ropa Brent	0,73%	-0,06%	1,51%	-0,08%	-0,32%	-2,93%
	Bloomberg Commodity Index	-0,40%	0,04%	17,56%	25,35%	34,41%	67,42%
	EURPLN	-0,82%	0,26%	-1,08%	2,45%	4,91%	-5,73%
DŁUG	Bloomberg Global Aggregate Index	0,38%	4,40%	5,78%	7,23%	11,29%	24,45%
	Bloomberg Global High Yield Index	-1,49%	0,02%	5,08%	5,67%	4,40%	7,53%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Na koniec miesiąca odbyło się posiedzenie FOMC, które nie przyniosło żadnych zaskoczeń, poza faktem iż 2 członków FOMC wyłamało się i zagłosowało za obniżeniem stopy funduszy federalnych. Złamanie konsensusu w głosowaniu FOMC przez 2 członków nie zdarzyło się od 1993 r. i zostało to zauważone przez rynek, gdyż oboje są gubernatorami mianowanymi już przez Trumpa. Oficjalna argumentacja obu gubernatorów za obniżkami stóp wskazywała na utrzymującą się niską dynamikę inflacji oraz mniejszy od oczekiwań i przejściowy wpływ wojny handlowej. Dodatkowo, w świetle opublikowanych już po zakończeniu miesiąca najnowszych danych z rynku pracy Fed ma coraz mniej argumentów za utrzymywaniem stóp procentowych na obecnym poziomie. Dane z rynku pracy za lipiec wskazały na przyrost zatrudnienia w sektorze pozarolniczym o raptem 73 tys., a dodatkowo rewizja danych za ostatnie 2 miesiące wykazała przyrost niższy aż o 258 tys. miejsc pracy. Tak znacznej ujemnej rewizji danych o zatrudnieniu

nie było od czasów pandemii 5 lat temu, co spowodowało wściekłość Trumpa, który publicznie oskarżył szefową Bureau of Labor Statistics o celową manipulację danymi i ją zdymisjonował. Nie jesteśmy specjalnie tym zdziwieni, gdyż populistyczni politycy lubują się w tego typu decyzjach, aby ukryć przed elektoratem, kto jest pierwotnym sprawcą całej sytuacji... Wydaje się, że nieco zignorowany został fakt, iż ponad połowa w/w rewizji dotyczyła sektora publicznego, co można łączyć z działalnością DOGE. Wojna handlowa wniosła sporo niepewności do danych makroekonomicznych, a dodatkowo na rynku pracy coraz bardziej odciska piętno rewolucja AI, czyli mniejszy popyt na pracę i stopniowe zwolnienia. Sam Microsoft ogłosił w lipcu kolejną falę zwolnień obejmującą ok. 9 tys. pracowników. W kolejnych latach proces „zabierania” miejsc ludzkiej pracy przez AI będzie przybierał na sile. Tak czy owak, rynek dosyć szybko wykorzystał te dane do wzrostu oczekiwań na obniżki stóp i u progu sierpnia pierwsza obniżka o 25 punktów bazowych (z 90% prawdopodobieństwem) jest spodziewana już we wrześniu. Rentowności amerykańskich 2-latek cofnęły się po danych z rynku pracy o 27 punktów bazowych, co jest jednym z większych ruchów w ostatnich latach. Naszym zdaniem jest to nieco optymistyczne założenie i wymagałoby argumentów po stronie inflacji, czego ciężko oczekiwać w sytuacji, gdy wojna handlowa właśnie przechodzi przez cenniki w różnych gałęziach gospodarki.

Rynki w okres raportów wynikowych za II kwartał weszły z umiarkowanym optymizmem i w przeświadczeniu, że realny wpływ wojny handlowej na wyniki spółek w krótkim okresie został przeszacowany w poprzednich miesiącach. Dobrym dowodem tego jest fakt, iż na koniec lipca we wszystkich sektorach indeksu S&P 500 miały miejsce dodatnie rewizje prognoz przychodów w II kw. br. To napędzało wzrosty indeksów w ostatnich tygodniach, przy czym warto zauważyć, że ujemnych zaskoczeń wynikowych spodziewamy się raczej w spółkach z koszyka value, gdzie może wystąpić presja na marże, aczkolwiek o przejściowym charakterze. Potwierdzeniem dobrych nastrojów miały być wyniki kluczowych spółek, czyli gigantów technologicznych. Na pierwszy ogień poszły m.in. Microsoft, Meta Platforms i Alphabet. Microsoft zaraportował po raz pierwszy kwartalne przychody z chmury obliczeniowej powyżej 75 mld USD (+39% r/r), jednocześnie sygnalizując dalszy wzrost wydatków inwestycyjnych na centra danych w 2026 r., aczkolwiek przy nieco niższej dynamice rocznej, co jest oczekiwanym zjawiskiem przy tak dużych budżetach (88 mld USD w fiskalnym 2025 r.). W Alphabet przychody z chmury obliczeniowej wzrosły o 32% r/r, a co ważniejsze, spółka podniosła budżet wydatków inwestycyjnych na bieżący rok do 85 mld USD (z 75 mld USD) z zaznaczeniem, że spodziewa się dalszego wzrostu w 2026 r. W Meta Platforms z kolei wyniki były wyraźnie powyżej oczekiwań rynkowych, na co w dużym stopniu wpłynęła wieloobszarowa monetyzacja rozwiązań AI. Rynek bardzo dobrze przyjął wyniki gigantów technologicznych, zwłaszcza Meta Platforms, a główne wnioski są zasadniczo dwa. Po pierwsze, monetyzacja rozwiązań AI będzie przyspieszać, a także „rozlewać się” na więcej spółek, przy czym zakładamy, że w średnim terminie beneficjentami w znaczącym stopniu są najwięksi gracze. Po drugie, kolejne zwiększenie w tym roku budżetów na centra danych przez hyperscalerów rozwiewa obawy, że rynek „przestrzełił” boom na centra danych. Takie obawy istniały jeszcze w I kwartale br., ale dzisiaj w zasadzie nie ma po nich śladu. Wzrost wydatków inwestycyjnych jest kluczowy dla całego „koszyka AI”, gdzie zaliczamy producentów kart graficznych, sieciowych oraz procesorów do centrów danych, jak również szeroką grupę producentów elektro komponentów oraz spółek infrastrukturalnych, które mocno korzystają na boomie na centra danych. Przykładowo z każdego 1 mld USD wydanego na centra danych ok. 30% trafia do producentów elektro komponentów. Do tego optymistycznego obrazu warto wrzucić łyżkę dziegciu i zauważyć, iż w ostatnich tygodniach mocno wzrosło zaangażowanie inwestorów

detałicznych oraz lewarowanych na amerykańskim rynku akcji, co często zwiastuje krótkoterminowe korekty. W związku z tym, wykreowała się także gwałtowna hossa w obszarze nierentownych spółek technologicznych.

Podsumowując czeka nas prawdopodobnie kilka tygodni podwyższonej zmienności związanej z okresem publikacji wyników kwartalnych, na co wskazuje kalendarz oraz statystycznie fakt relatywnie bardzo spokojnych ostatnich tygodni, gdzie inwestorzy w zasadzie bez przerwy parli ku wzrostom.

INDEKSY (31.07.2025)	↑ 1M	3M	6M	YTD	12M	24M	36M
NASDAQ Composite	3,70%	21,07%	7,62%	8,39%	20,02%	47,24%	70,47%
WIG	3,05%	9,28%	23,48%	35,57%	27,91%	49,28%	96,13%
S&P 500	2,17%	13,83%	4,95%	7,32%	14,80%	38,14%	53,49%
Russell 2000	1,68%	12,60%	-3,32%	-0,72%	-1,90%	10,41%	17,31%
MSCI Emerging Markets	1,67%	11,72%	13,71%	15,28%	14,61%	18,75%	25,10%
Nikkei 225	1,44%	13,94%	3,78%	2,95%	5,03%	23,81%	47,72%
STOXX 600 Europe	0,88%	3,53%	1,22%	8,17%	5,39%	15,86%	24,60%
DAX	0,65%	6,97%	10,74%	20,88%	30,02%	46,32%	78,47%
Dow Jones Industrial Average	0,08%	8,51%	-0,93%	3,66%	8,05%	24,10%	34,36%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.



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 jakiekolwiek 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 jest 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 obarczone 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. IPOPEMA TFI S.A. 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.