

**Rynek długu**

Rentowności polskich obligacji w sierpniu niewiele zmieniły się w stosunku do tych z lipca. Obligacje dwuletnie handlowane były na tym samym poziomie 4,34%, obligacje pięcioletnie 4,92%-4,89%, większą zmianę odnotowały papiery dziesięcioletnie, których rentowność nieco wzrosła (5,52% na koniec sierpnia vs 5,46% na koniec lipca). Dziesięcioletnie papiery amerykańskie handlowane były w przedziale 4,37% - 4,22 %; a niemieckie 2,69% - 2,72%.

EBC i FED nie odbywały w sierpniu posiedzeń, na których mogłyby zapaść decyzje dotyczące poziomu stóp procentowych. Natomiast jak co roku w Jackson Hole, w Stanach Zjednoczonych odbyło się sympozjum największych bankierów centralnych podczas którego kluczowym z punktu widzenia rynków finansowych wydarzeniem było wystąpienie Jerome Powella. W przemówieniu, które odebrane zostało raczej jako gołębie, szef FED, przyznał, że wpływ wojny handlowej wywołanej przez administrację D. Trumpa prawdopodobnie nie będzie trwały i pozostanie bez wpływu na decyzje banku. W swoim przemówieniu Powell odnosił się do uporczywej inflacji i słabnącego rynku pracy. Zasygnalizował, że najbliższa obniżka stóp może mieć miejsce we wrześniu, jednocześnie podkreślając, że wszelkie decyzje uzależnione będą od napływających danych. Przed posiedzeniem 17 września opublikowane będą dane z rynku pracy i najnowsze dane o dynamice CPI, które mogą przesądzić o poziomie stóp w Stanach.

Rząd zatwierdził projekt budżetu na przyszły rok – deficyt budżetowy ustalony został na poziomie 271,7 mld PLN, co stanowi 6,5% PKB (289 mld PLN i 7,3% PKB w 2025 roku). Dochody budżetowe mają wynieść 647 mld PLN i uwzględniają podwyżkę podatku CIT dla banków oraz wyższą stawkę akcyzy na alkohol, co może być trudne do zrealizowania ze względu na weto prezydenta w sprawie podnoszenia podatków. Zakładane wydatki wynoszą 918,9 mld PLN, a potrzeby pożyczkowe netto 422,8 mld PLN, przewidywany wzrost PKB 3,5%, a inflacja 3%. Najwięcej środków przeznaczonych zostanie na obronność (200 mld PLN), zdrowie (247,8 mld PLN) i mieszkalnictwo (6,7 mld PLN). Planowane są inwestycje infrastrukturalne, budowa pierwszej elektrowni jądrowej oraz modernizacja kolei.

W pierwszych dniach września Rada Polityki Pieniężnej, zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi zdecydowała o obniżeniu stóp procentowych o 25 punktów procentowych, sprowadzając tym samym stopę referencyjną do poziomu 4,75%. Głównym argumentem za obniżeniem stóp była niższa inflacja (2,8 % w sierpniu według szybkiego szacunku GUS). Wymowa komunikatu po posiedzeniu była jednak mniej gołębna niż miesiąc wcześniej. W trakcie konferencji prezes Glapiński zwracał uwagę na ryzyka dla perspektyw inflacyjnych (luźna polityka fiskalna, wysokie ceny usług, możliwa podwyżka cen energii) i przedstawił wysoką prognozę inflacji na grudzień (3,7% r/r). Zdaniem prezesa kolejna obniżka możliwa jest pod warunkiem, że kolejna projekcja NBP pokaże dalszy spadek inflacji, co sugeruje, że kolejne cięcie może nastąpić w listopadzie.

W sierpniu odbyły się zamiast planowanych trzech, dwa przetargi obligacji skarbowych. Na regularnym przetargu Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje skarbowe o wartości PLN13,9 mld, przy popycie w wysokości PLN15,7mld. Przedział oferty ustalono ostatecznie na PLN8-12mld. Największy udział w sprzedaży miały 5-letnie benchmarki o stałym kuponie. Na przetargu zamiany do inwestorów trafiły papiery o wartości 10,5 mld PLN, w zamian za papiery warte 10,1 mld PLN, zapadające w 2025 i 2026 roku.



Rynek akcji polskich

Sierpień 2025 przyniósł inwestorom na warszawskiej giełdzie sporą dawkę emocji. Miesiąc rozpoczął się bardzo optymistycznie – indeks WIG 21 sierpnia ustanowił nowe historyczne maksimum (+40,8% YTD), zyskując w ujęciu miesięcznym do tego dnia +3,82%. Dobry sentyment budowały rosnące oczekiwania na możliwe zakończenie wojny na Ukrainie, co wspierało cały rynek akcji w regionie.

Euforia nie trwała jednak długo. Od osiągniętego szczytu WIG stracił 6,5%, a cały sierpień zakończył z wynikiem - 2,9%. Głównym czynnikiem odpowiadającym za spadek indeksów była propozycja Ministerstwa Finansów wprowadzenia dodatkowych podatków dla sektora bankowego. W efekcie indeks WIG-Banki spadł w drugiej części miesiąca aż o 13%.

Wśród największych spółek najgorzej w sierpniu wypadło CCC, którego kurs spadł w tym okresie o 13,9%. Głównym tego powodem była publikacja rozczarowujących wyników za II kwartał – szczególnie w segmencie Half Price. Wyniki Dino Polska także negatywnie zaskoczyły inwestorów. Zarząd spółki obniżył swoje prognozy całorocznego wzrostu sprzedaży LFL – z wysoko jednocyfrowego do średnio jednocyfrowego. Słabsza niż oczekiwana dynamika wzrostu sprzedaży i wolniejsza poprawa marży operacyjnej wynikały w dużej mierze z wyjątkowo niekorzystnej pogody (najzimniejszy maj od ponad 30 lat oraz deszczowy czerwiec). W rezultacie tego kurs akcji Dino spadł w sierpniu o 8,43%.

Patrząc na szerokie indeksy, sierpień przyniósł spadek WIG o 2,88%, WIG20 o 3,35% i mWIG40 o 2,64%, podczas gdy sWIG80 minimalnie wzrósł o 0,07%. Na tle Europy warszawska giełda wypadła słabiej: niemiecki DAX stracił 0,68%, francuski CAC40 -0,88%, natomiast brytyjski FTSE zyskał 1,21%.

Na rynki globalne oddziaływały również wydarzenia polityczne. Spotkanie Donalda Trumpa z Władimirem Putinem na Alasce nie przyniosło żadnych rezultatów. Choć rozmowy pokojowe miały być kontynuowane, rynek nie otrzymał żadnych nowych sygnałów, co studziło wcześniejszy optymizm.

W Polsce dodatkowym źródłem niepewności były krajowe kwestie fiskalne i polityczne. Pod koniec miesiąca rząd ogłosił, że dochody budżetu państwa mają być niższe o 19,8 mld zł niż w 2024 roku. Jednocześnie nowy prezydent Polski Karol Nawrocki (zaprzysiężony 6 sierpnia) w ciągu niespełna jednego miesiąca urzędowania zawetował aż 7 ustaw. Działania te zwiększyły niepewność co do kierunku polityki gospodarczej i mogły dodatkowo osłabiać zaufanie inwestorów do rynku.

Sierpień był miesiącem kontrastów – rozpoczęty rekordowym optymizmem i nadziejami na zakończenie wojny, zakończył się mocnym schłodzeniem nastrojów wskutek krajowych decyzji fiskalnych, propozycji dodatkowego opodatkowania sektora bankowego, słabszych wyników wybranych spółek czy też rosnącej niepewności politycznej.



Globalny Rynek Akcji

W sierpniu na rynkach akcji, dosyć nieoczekiwanie, inwestorzy premiowali akcje małych spółek, po wielu miesiącach wyraźnej relatywnej słabości względem koszyka dużych spółek. Można domniemywać, że stało za tym przesunięcie oczekiwań co do obniżki stóp przez FOMC na wrzesień, gdyż wyniki spółek z indeksu Russell 2000 na poziomie zagregowanym nie wykazały istotnie pozytywnych zaskoczeń. Katalizatorem bardziej gołębih oczekiwań rynkowych były słabe dane o zmianie zatrudnienia na amerykańskim rynku pracy, a zwłaszcza znaczne negatywne rewizje za poprzednie miesiące. Zostało to wzmocnione dość gołębimi wypowiedziami J. Powella na corocznym sympozjum w Jackson Hole. W kwestii Fed niemniej uwagę przyciągał kolejny atak Trumpa na amerykański bank centralny polegający na próbie usunięcia gubernatora Lisy Cook, który to ruch jest kwestionowany przez wielu prawników oraz oczywiście samą zainteresowaną, która wystosowała pozew wobec Trumpa za tę decyzję. Jest to niestety kontynuacja bardzo ryzykownych ruchów administracji Trumpa wobec Fed, co nosi znamiona stopniowego „podgryzania” autonomii i niezależności banku centralnego. Trump i jego ekipą nieustannie formułują zarzuty wobec Powella, że nie decyduje się na obniżki stóp procentowych, przy czym warto zauważyć, iż takie wypowiedzi prawdopodobnie powodują spadek zaufania do amerykańskiego długu i waluty, przez co rentowności 10-latek uporczywie utrzymują się powyżej 4% od wielu miesięcy. W naszej ocenie, próba spacyfikowania FOMC poprzez mianowanie posłusznych sobie gubernatorów nie spowoduje powrotu zaufania do amerykańskich aktywów.

KLASA AKTYWÓW	INDEKS	↑ 1M	3M	6M	YTD	12M	24M	36M
AKCIE	MSCI World Small Cap	5,03%	11,09%	13,15%	13,03%	11,62%	27,52%	35,31%
	MSCI World Value	3,41%	7,38%	6,85%	13,15%	9,53%	30,04%	39,64%
	MSCI World	2,49%	8,13%	9,79%	12,67%	14,11%	39,91%	59,01%
	MSCI World Growth	1,67%	8,83%	12,60%	12,23%	18,59%	49,84%	79,26%
	MSCI Emerging Markets	1,22%	8,74%	14,69%	17,01%	14,41%	28,37%	26,59%
	Indeks VIX	-8,13%	-17,29%	-21,75%	-11,47%	2,40%	13,19%	-40,63%
FX I SUROWCE	Złoto spot	4,80%	4,82%	20,65%	31,38%	37,73%	77,71%	101,51%
	Bloomberg Commodity Index	1,58%	2,80%	0,04%	4,08%	6,97%	-3,06%	-15,50%
	EURPLN	-0,28%	0,30%	1,66%	-0,36%	-0,39%	-4,72%	-9,69%
	Bloomberg Dollar Spot Index	-1,70%	-1,24%	-7,49%	-8,31%	-2,71%	-3,17%	-7,31%
	Ropa Brent	-6,08%	6,60%	-6,91%	-8,74%	-13,55%	-21,57%	-29,40%
DŁUG	Bloomberg Global Aggregate Index	0,38%	4,40%	5,78%	7,23%	11,29%	24,45%	34,76%
	Bloomberg Global High Yield Index	-1,49%	0,02%	5,08%	5,67%	4,40%	7,53%	4,62%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Tak czy owak, na koniec sierpnia rynek stopy procentowej wyceniał obniżkę we wrześniu na 90%, czyli niemal jako pewnik. Trudno się kłócić z rynkiem w tego typu sprawach, nawet mając na uwadze znaczącą zmienność rynkowych oczekiwań w kwestii decyzji FOMC. W naszej ocenie, znaczenie tej obniżki będzie raczej czysto techniczne, a znacznie ważniejszy będzie komentarz po konferencji, który niekoniecznie musi być gołębi, a w takim wypadku zaciążyłoby to na sentymencie rynkowym, gdyż jak wyżej wspomniano wrześniowa obniżka jest w zasadzie w pełni „w cenach”. Kluczowym elementem będą ewentualne zmiany w przebiegu trajektorii obniżek do końca 2026 r.,

gdyż na koniec sierpnia rynek wyceniał 5 obniżek w tym okresie ze stopą funduszy federalnych równą 3% na koniec 2026 r. W ostatnim czasie Fed poniekąd dostał argument za bardziej jastrzębią postawą, gdyż na koniec sierpnia dane wskazały na wzrost dynamiki bazowej inflacji PCE do 2,9%, co było zgodne z oczekiwaniami, ale warto odnotować wzrost z kwietniowego poziomu 2,6% rok do roku. Struktura wzrostu cen jest oczywiście bez zmian i za znakomitą większość wzrostu odpowiada inflacja cen usług. Kształt polityki FOMC będzie miał istotne znaczenie w wycenach spółek tradycyjnie wrażliwych na zmiany stóp procentowych, których wiele znajdziemy w gronie spółek o małej kapitalizacji. Natomiast, w obszarze dużych spółek decydujące są inne czynniki, a zmienność płynąca z rynku stopy procentowej ma znaczenie tylko dla krótkoterminowego sentymentu.

Okres wyników spółek za II kw. był na poziomie zagregowanym tradycyjnie lepszy od oczekiwań, gdyż spółki z indeksu S&P 500 zaraportowały przychody wyższe o 2,08% od konsensusu oraz zyski netto wyższe o 7,7%. Biorąc pod uwagę niepewność związaną z wojną handlową można stwierdzić, że wyniki były bardzo dobre, ale z drugiej strony w wielu przypadkach też nie dawały paliwa do dalszych wzrostów, lecz tylko potwierdzały wyceny z ostatnich tygodni. Dane makroekonomiczne za II kw. br. wskazywały na dość odporną konsumpcję prywatną, co również potwierdziły relatywnie wysokie (pozytywne) zaskoczenia wynikowe w spółkach z obszaru konsumpcji. Natomiast dla trendu wzrostowego na rynku akcji kluczowe były wyniki ze spółek tworzących główny silnik hossy tj. „koszyka AI”, czyli półprzewodników, spółek transformacji cyfrowej oraz infrastruktury centrów danych.

Poczynając od sektora półprzewodników, oznak słabnięcia popytu na chipy nie widać w danych ze spółek, lecz uczciwie trzeba przyznać, iż rynkowe oczekiwania zazwyczaj dobrze odzwierciedlały faktyczne wyniki w spółkach, co wskazuje iż znacząca nieefektywność w wynikach dużych spółek z tego obszaru, którą obserwowaliśmy począwszy od IV kw. 2022 r., została na ten moment „zamknięta” przez rynek. W sektorze półprzewodników od kilku kwartałów szanse na większe zyski upatrujemy głównie w starannej selekcji, co ma związek z rosnącą ilością „wąskich gardeł” generowanych boomem na centra danych, ale w bardziej specjalistycznych obszarach, aniżeli karty graficzne. Warto tu wspomnieć chociażby o osprzęcie do komunikacji sieciowej oraz specjalizowanych układach scalonych („ASIC”).

Spółki z obszaru *software* mają za sobą nadspodziewanie wyboisty okres, gdyż w ciągu ostatnich kilku tygodni na rynek akcji wróciła z dużą mocą dyskusja pt. na ile boom na AI jest zagrożeniem, a na ile szansą dla tego typu spółek. Jest to dyskusja, która trwa od dłuższego czasu, z różnym natężeniem i będzie trwała jeszcze bardzo długo. W naszej ocenie, wiele małych spółek, zwłaszcza tych o specjalistycznym profilu i rozwiązaniach AI będących w powijkach, ma przed sobą perspektywę „odstawki” na boczny tor, co nieuchronnie będzie odzwierciedlone w wycenach takich spółek. Duże spółki natomiast, jako dostawcy kompletnych ekosystemów oraz platform oprogramowania, będą głównymi beneficjentami rewolucji sztucznej inteligencji, co zresztą stopniowo uwidacznia się w wynikach wybranych spółek. Niemniej, w trzecim roku hossy AI inwestorzy zaczynają tracić cierpliwość do spółek, gdzie perspektywa monetizacji rozwiązań sztucznej inteligencji ma słabą dynamikę czy też jest to odłożony w czasie scenariusz. To tylko potwierdza nasze długoterminowe założenie, że duzi gracze będą zgarniać największe kawałki tortu.

Podsumowując, wrzesień jest zwyczajowo spokojnym okresem, aczkolwiek statystycznie nie najlepszym dla rynków akcji. W centrum uwagi z pewnością będzie posiedzenie FOMC oraz najważniejsze dane makroekonomiczne z amerykańskiej gospodarki.

INDEKSY (29.08.2025)	↑ 1M	3M	6M	YTD	12M	24M	36M
Russell 2000	7,00%	14,53%	9,40%	6,22%	6,71%	24,57%	28,32%
Nikkei 225	4,01%	12,52%	14,97%	7,08%	10,53%	30,96%	52,07%
Dow Jones Industrial Average	3,20%	7,75%	3,89%	6,98%	9,58%	31,17%	44,54%
S&P 500	1,91%	9,28%	8,49%	9,37%	14,37%	43,32%	63,34%
NASDAQ Composite	1,58%	12,25%	13,84%	10,10%	21,12%	52,87%	81,58%
MSCI Emerging Markets	1,22%	8,74%	14,69%	16,70%	14,41%	28,37%	26,59%
STOXX 600 Europe	0,74%	0,27%	-1,27%	8,97%	4,78%	20,07%	32,53%
DAX	-0,68%	-0,40%	5,99%	20,06%	26,42%	49,88%	86,23%
WIG	-2,88%	3,25%	13,89%	31,67%	23,46%	53,11%	108,82%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.



NOTA PRAWNA

Niniejszy materiał ma charakter informacyjno-marketingowy i nie stanowi: usługi doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego, rekomendacji lub gwarancji realizacji określonego celu inwestycyjnego lub uzyskania określonego wyniku finansowego, jak również oferty zawarcia umowy w rozumieniu art. 66 kodeksu cywilnego.

IPOPEMA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. działa na podstawie zezwolenia i jest nadzorowane przez Komisję Nadzoru Finansowego.

IPOPEMA TFI S.A. dokłada starań, aby niniejszy materiał był przygotowywany z należytą starannością. Wszelkie informacje zawarte w niniejszym materiale pochodzą ze źródeł własnych IPOPEMA TFI S.A. lub ze 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. Wszelkie opinie i oceny wyrażane w niniejszym materiale są opiniami i ocenami ich autorów lub IPOPEMA TFI S.A. i stanowią wyraz ich najlepszej wiedzy popartej informacjami z uznanych za kompetentne rynkowych źródeł, obowiązującymi w chwili jej sporządzania. Dane zawarte w Materiale mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia, dlatego w przypadku zamiaru podjęcia decyzji inwestycyjnych należy zapoznać się z aktualnymi dokumentami prawnymi Funduszu 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.

Ogólna treść noty prawnej oraz informacje o IPOPEMA TFI S.A. dostępne są pod adresem <https://ipopematfi.pl/nota-prawna>.

Materiał chroniony jest prawami autorskimi, a jego kopiowanie lub rozpowszechnianie wymaga uprzedniej zgody IPOPEMA TFI S.A.

IPOPEMA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. z siedzibą w Warszawie, pod adresem: ul. Prózna 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.

Materiał przeznaczony dla dystrybutorów i uczestników SFIO.