

Komentarz do sytuacji

na rynkach finansowych

- **Spokojny sierpień dla polskich obligacji, wsparcie ze strony niższej inflacji spowoduje obniżkę stóp procentowych?**
- **Rynek niemal pewny wrześniowej obniżki przez Fed**
- **Akcje: S&P 500 dalej rośnie, WIG z pierwszym miesięcznym spadkiem w tym roku**
- **Złoto: blisko 5% w górę dzięki słabszemu dolarowi i obawom o Fed**

Obligacje

Sierpień dla polskiego rynku długu upłynął relatywnie spokojnie. Rentowności polskich obligacji 10-letnich wzrosły w porównaniu z końcem lipca o 5,9 pb (co oznacza spadek ich cen). W efekcie lepszy wynik odnotowały obligacje o krótszym terminie zapadalności. Szeroki indeks obligacji skarbowych stałokuponowych (TBSP) zyskał w sierpniu 0,32% m/m, natomiast indeks obligacji skarbowych o zmiennym kuponie (GPWB-BWZ) wzrósł o 0,59% m/m. W ujęciu od początku 2025 roku oba indeksy notują solidne stopy zwrotu: TBSP +6,14%, a GPWB-BWZ +4,18%, przekraczające przeciętne rynkowe oprocentowanie lokat.

Inflacja CPI w sierpniu okazała się niższa niż w lipcu i jednocześnie niższa od rynkowych oczekiwań. Według wstępnych danych GUS wyniosła 2,8% r/r wobec 3,1% miesiąc wcześniej. Oznacza to, że wskaźnik coraz szybciej zbliża się do środka celu inflacyjnego NBP. Opublikowane w sierpniu dane GUS pokazały również, że przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw w lipcu było wyższe o 7,6% r/r wobec 9% w czerwcu, co wskazuje na lekkie wyhamowanie dynamiki płac. To właśnie na tempo wzrostu wynagrodzeń w kontekście przyszłych obniżek stóp procentowych zwracał ostatnio uwagę podczas konferencji prezes NBP Adam Glapiński, podkreślając jego znaczenie dla kształtowania presji inflacyjnej.

Największą niepewność na rynku długu generował jednak temat budżetu. Rząd przyjął wstępny projekt ustawy budżetowej na 2026 r., prezentując jednocześnie swoje prognozy. Deficyt sektora finansów publicznych w 2025 r. ma wynieść 6,9% PKB, a w 2026 r. zmaleć do 6,5% PKB. Przy założeniu pełnego wykonania limitu deficytu budżetowego w 2026 r. relacja państwowego długu publicznego do PKB wyniesie 53,8%, a w ujęciu netto – 52,6%. Obie wartości pozostają więc poniżej progu ostrożnościowego określonego w ustawie o finansach publicznych (60% PKB).

Potrzeby pożyczkowe określono na 422 mld zł, przy czym faktyczna emisja długu sięgnie ok. 300 mld zł, ponieważ część środków z KPO pochodzi z bezzwrotnych dotacji.

Europejski rynek długu w sierpniu wykazywał względną stabilność, szczególnie w odniesieniu do Niemiec. Rentowność 10-letnich bundów wzrosła z około 2,692% na koniec lipca do 2,725% na koniec sierpnia, czyli jedynie o 3,3 pb. Zgoła inaczej wyglądała sytuacja we Francji, gdzie niepewność polityczna podniosła premię (spread) francuskich 10-latek wobec niemieckich do 79–82 pb, co oznacza najwyższy poziom od kilku miesięcy. Dla porównania, różnica ta zbliża się do spreadów notowanych przez gospodarki peryferyjne strefy euro: Portugalia utrzymuje premię rzędu około 65–70 pb, a Grecja około 90–100 pb. Tym samym Francja znalazła się pod większą presją rynkową, coraz bardziej odrywając się od rdzenia strefy euro i zbliżając do poziomów typowych dla krajów południa.

Jeśli chodzi o rynek długu w USA – rentowności 10-letnich obligacji spadły w ostatnim miesiącu o blisko 15 pb (z 4,375% do 4,23%). Podczas sympozjum w Jackson Hole prezes Fed Jerome Powell zaprezentował wyraźnie gołębie nastawienie, co rynek odebrał jako zapowiedź wrześniowej obniżki stóp. Taki ton był spowodowany oznakami słabnięcia rynku pracy oraz rewizjami w danych o zatrudnieniu. Według CME FedWatch Tool – narzędzia, które na podstawie kontraktów terminowych szacuje prawdopodobieństwo decyzji Fed – rynek wycenia szansę wrześniowej obniżki na blisko 90%. Na Fed narasta też presja zewnętrzna – Donald Trump ostro krytykuje bank centralny, a jednocześnie atakuje Lisę Cook (członkinię zarządu Fed), próbując usunąć ją ze stanowiska za rzekome oszustwa hipoteczne. Ponieważ Cook nie ustąpiła, sprawa trafiła do sądu. W tle napłynęły dane o inflacji za lipiec: CPI wyniósł 2,7% r/r (0,2% m/m), a inflacja bazowa 3,1% r/r. Jednocześnie PPI przyspieszył do 3,3% r/r (0,9% m/m, co wskazuje na narastającą presję kosztową po stronie producentów.

Akcje

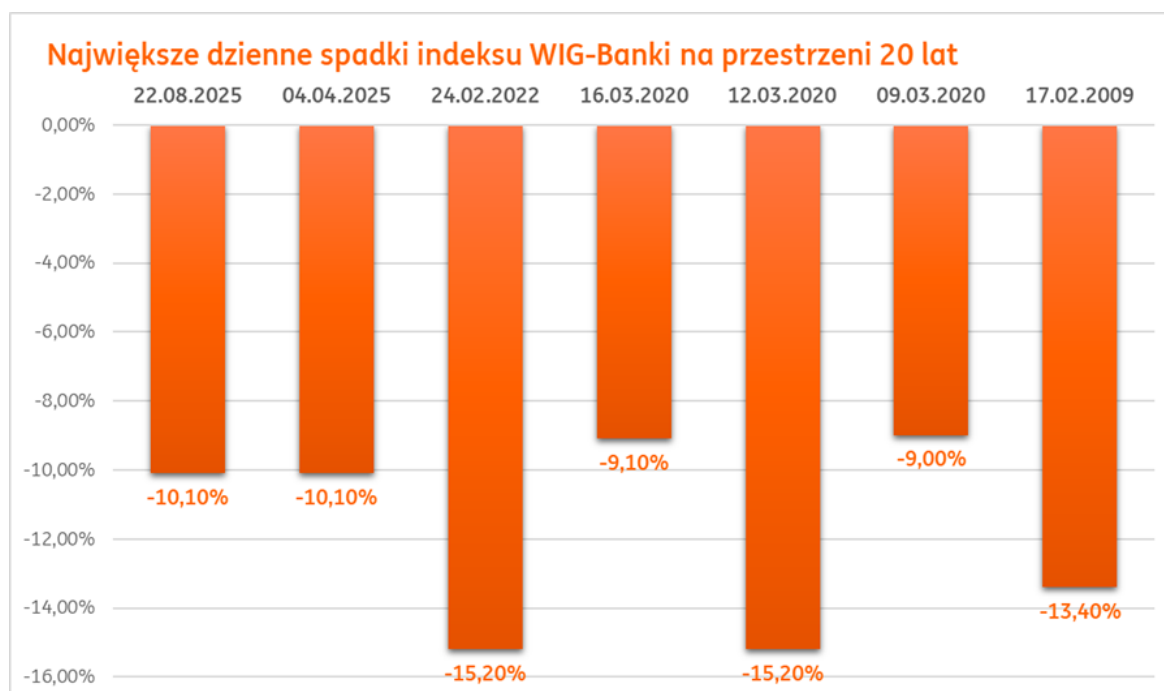
W sierpniu wyniki głównych indeksów na rynkach rozwiniętych były dość zróżnicowane. Najlepiej wypadł rynek amerykański – indeks S&P 500 wzrósł o 1,9% w ujęciu miesięcznym. Słabsze rezultaty odnotowały natomiast indeksy europejskie: niemiecki DAX spadł o 0,67%, a francuski CAC40 o 0,87%. Na warszawskiej giełdzie po raz pierwszy w tym roku miesięczna stopa zwrotu indeksu WIG okazała się ujemna i wyniosła -5,31%. Od początku roku jednak to właśnie polski rynek wyróżnia się na tle pozostałych, a indeks WIG zyskał w tym czasie 31,66%.

Na amerykańskiej giełdzie sezon wyników za II kwartał 2025 dobiega końca. Według danych FactSet, przy 98% spółek z indeksu S&P 500, które opublikowały swoje wyniki, 81% z nich wykazało pozytywne zaskoczenie w zakresie zysku na akcję (EPS), a 81% przekroczyło również oczekiwania dotyczące przychodów. Łączny wzrost zysków rok

do roku dla całego indeksu wynosi 11,9%. Badania nad dekompozycją czynników wpływających na giełdowe stopy zwrotu wskazują, że na amerykańskim rynku to właśnie wyniki spółek stanowią główną siłę napędową obecnej hossy.

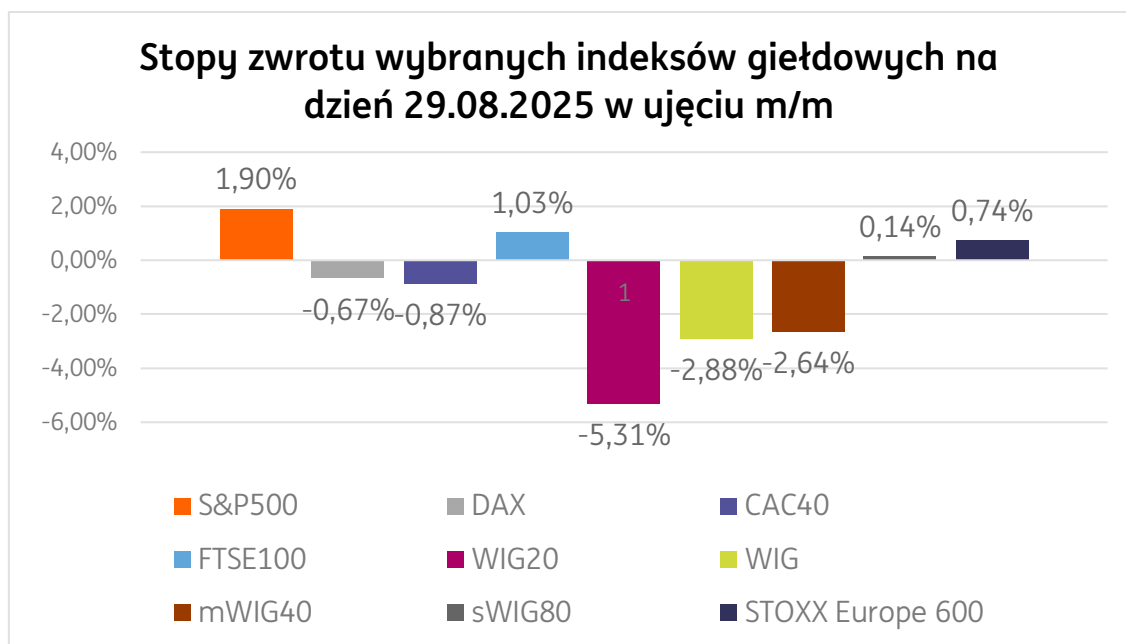
Jeśli chodzi o rynek europejski, szeroki indeks STOXX Europe 600 zakończył sierpień wzrostem o 0,74% w ujęciu miesiąc do miesiąca. W centrum uwagi inwestorów znalazła się przede wszystkim sytuacja we Francji. Polityczna niepewność wokół wotum zaufania dla rządu premiera François Bayrou oraz ryzyko przedłużającego się kryzysu politycznego przełożyły się na spadki na paryskiej giełdzie. Na relatywnie gorsze wyniki poszczególnych indeksów europejskich wpływały również mieszane dane gospodarcze, które nie dawały jednoznacznego obrazu kondycji regionu.

Słabsze zachowanie warszawskiego parkietu w sierpniu było w dużej mierze konsekwencją przecen w sektorze bankowym. Indeks WIG-banki zanotował jednodniowy spadek sięgający 10,1%, co stanowi piąty największy zjazd w ciągu ostatnich dwóch dekad. Większe tąpnięcia – rzędu około 15% obserwowano jedynie w wyjątkowych momentach, takich jak wybuch wojny w Ukrainie czy początek pandemii COVID-19. Należy też podkreślić, że znaczną część obrotów na GPW generują inwestorzy zagraniczni, dla których decyzje polityczne mają istotne znaczenie w ocenie lokalnego rynku. Według danych GPW ich udział w obrotach akcjami na rynku głównym sięgnął rekordowych 67%, co uczyniło ich dominującą siłą popytową, a decyzje polityczne nabierają w tym kontekście szczególnego znaczenia dla postrzegania lokalnego rynku.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych stoog

W sierpniu odbyło się również spotkanie Donalda Trumpa i Władimira Putina, które, mimo wcześniejszych zapowiedzi, nie przyniosło przełomu w sprawie Ukrainy. Rozmowy dotyczyły możliwych gwarancji bezpieczeństwa i kształtu przyszłego porozumienia pokojowego, lecz warunki wysuwane przez Moskwę pozostają trudne do zaakceptowania przez Kijów. Dla warszawskiej giełdy wydarzenie to nie miało istotnego znaczenia – ryzyko geopolityczne od dawna jest już uwzględnione w wycenach. Rynek predykcyjny Polymarket na koniec sierpnia oceniał szansę na zawieszenie broni do końca 2025 roku na około 25%.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych stoog

Złoto

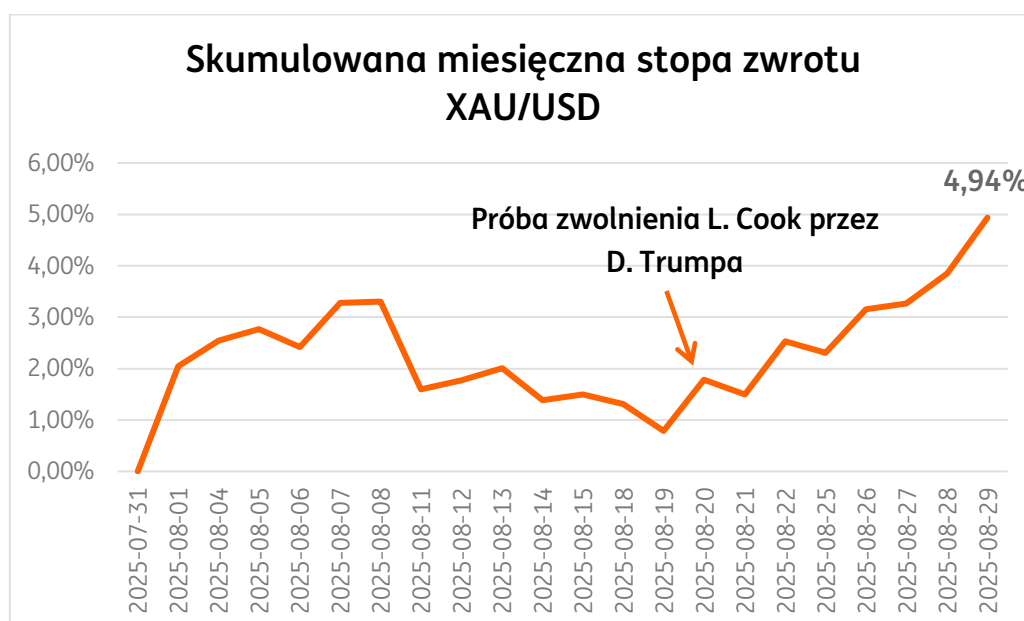
Sierpień przyniósł wyraźnie pozytywne wyniki na rynku złota. W ujęciu miesięcznym kruszec zyskał 4,94%, a od początku roku jego wartość wzrosła już o 31,54%. Na koniec miesiąca cena złota wyniosła 3452,36 USD za uncję.

Głównym czynnikiem pozytywnie wpływającym na notowania były napięcia polityczne na linii prezydent Trump – Rezerwa Federalna. Poza ostrą krytyką przewodniczącego Fed, prezydent uderzył także w Lisę Cook podejmując próbę odwołania jej z zarządu banku centralnego. Tego rodzaju działania mogą budzić obawy o niezależność Fed, co skłania inwestorów do poszukiwania bezpiecznych przystani (innych niż dolar amerykański). Historycznie w okresach osłabienia dolara na rynku złota pojawia się presja wzrostowa. Wynika to z faktu, że inwestorzy spoza USA – np. z Europy, Japonii czy Chin potrzebują wtedy mniej własnej waluty, aby nabyć dolary, a następnie złoto. Niższy koszt transakcji w przeliczeniu na lokalne

waluty zwiększa atrakcyjność kruszcu, co przekłada się na wyższy popyt i w konsekwencji wzrost cen złota wyrażonych w USD.

Niepewność na rynkach pogłębiły także niedawne orzeczenia sądów, które uznały sporą część ceł wprowadzonych przez prezydenta za niezgodną z prawem. Po wystąpieniu prezesa Fed w Jackson Hole panuje niemal jednogłośnie przekonanie na rynku, że na najbliższym posiedzeniu stopy procentowe zostaną obniżone o 25 punktów bazowych, co dodatkowo wspiera cenę złota – kruszec, niegenerujący stałych przepływów odsetkowych, staje się bardziej atrakcyjny w warunkach niższego oprocentowania. Dzieje się tak dzięki mniejszej różnicy w potencjalnym koszcie gwarantowanych utraconych odsetek. Fed stoi jednak przed poważnym dylematem: z jednej strony słabnący rynek pracy wymaga wsparcia, z drugiej nadal nie ma pewności, czy problem inflacji został w pełni rozwiązany.

Inwestorzy reagują w dalszym ciągu na napięcia geopolityczne, oddalające się szanse zawieszenia broni pomiędzy Rosją a Ukrainą i obawy przed eskalacją lokalnych konfliktów, poszukując neutralnego środka zabezpieczania wartości w ślad za bankami centralnymi. Taka kombinacja czynników stworzyła w sierpniu wyjątkowo sprzyjające warunki dla wzrostu cen złota.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych stoog

Autorzy:

Łukasz Sałachewicz, DI

Ekspert, Tribe - Inwestycje

lukasz.salachewicz@ing.pl

