

BIULETYN RYNKOWY

Lipiec 2025



Bank Polski

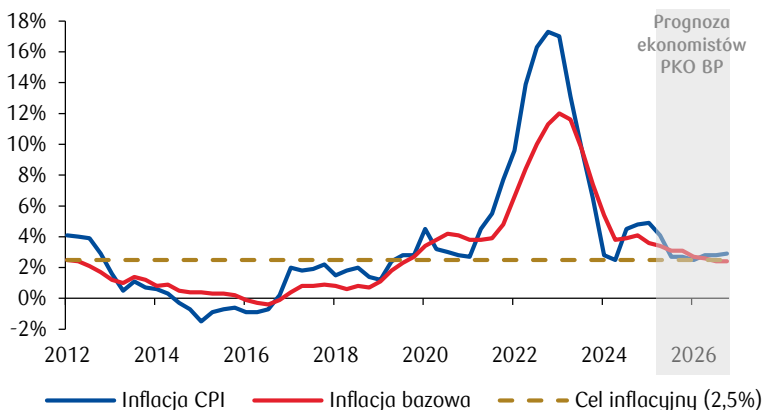
TEMAT MIESIĄCA

Rynki działają na pożyczonym czasie

- **Na przełomie czerwca i lipca na rynkach akcji zobaczyliśmy nowe rekordy.** Krytyczna data, którą miał być 9 lipca (zakończenie 90-dniowego zwolnienia z taryf celnych ogłoszonych w kwietniu przez D. Trumpa) została przesunięta na początek sierpnia. Tymczasem odporność inwestorów na kolejne doniesienia z frontu wojny handlowej wyraźnie się zwiększyła. Rynek na ten moment zdaje się bagatelizować negatywne efekty gospodarcze protekcjonizmu handlowego, w kierunku którego zmierza polityka Białego Domu.
- **Wpływ ceł na inflację w USA wciąż pozostaje ograniczony.** Czerwcową inflacją CPI za oceanem odbiła do 2,7% r/r (vs. 2,4% r/r w maju), choć w przeważającej mierze był to efekt wzrostu ceny ropy naftowej. W przypadku inflacji towarowej (komponent najbardziej narażony na wyższe cła) czerwcowy odczyt pokazał wzrost o 0,6% r/r. Wrześniowa obniżka stóp przez Fed wciąż pozostaje w grze.
- **RPP nieoczekiwanie obniżyła stopy procentowe w lipcu.** Publikacja nowej projekcji inflacyjnej NBP pokazała, że inflacja w horyzoncie prognozy zmierza ku osiągnięciu celu. Zachęciło to członków Rady do podjęcia szybszej decyzji o obniżce wbrew wcześniejszym sugestiom większości, że wydarzy się to dopiero we wrześniu. Wygląda na to, że to nie koniec – **RPP ma solidne argumenty za tym, by ciąć stopy zarówno w tym, jak i w następnym roku.**
- **Polski rynek akcji zaskakuje nawet największych optymistów.** WIG w tandemie z indeksami rynków bazowych osiągnął w ostatnich tygodniach nowy historyczny rekord. Chwilowa słabość, która zbiegła się w czasie z wyborami prezydenckimi, została wymazana przede wszystkim dzięki utrzymującej się sile sektora bankowego. Wyceny wskaźnikowe na GPW wróciły do średnich kilkuletnich. **Nie oznacza to, że polskie akcje stały się drogie, choć z drugiej strony trudno określać ich wyceny mianem „okazyjnych”.**

WYKRES MIESIĄCA

Ostatnia prosta na drodze do celu



Źródło: Departament Analiz Ekonomicznych PKO BP

Inflacja w Polsce przeżyła w ostatnich trzech latach długą drogę. W 2022 r. wskaźnik CPI sięgał niemal 18% r/r – te traumatyczne chwile są już jednak historią. Według prognoz naszych ekonomistów, wkrótce inflacja CPI zakotwiczy się w okolicach celu. W tym kierunku zmierza również inflacja bazowa, która jest kluczowym wskaźnikiem uwzględnianym przez RPP przy podejmowaniu decyzji o poziomie stóp procentowych.

LICZBY MIESIĄCA

26%

Tyle od kwietniowego dołka wzrósł amerykański indeks S&P 500. Tym samym całość strat wywołanych wojną handlową została wymazana z nawigacją.

30%

Stawka celna na produkty importowane z UE do USA, która ma wejść od 1 sierpnia, jeżeli rozmowy negocjacyjne zakończą się fiaskiem.

2,7%

Do tego poziomu według PKO BP spadnie inflacja CPI w Polsce w III kw. Na tym jednak się nie skończy – prognozy wskazują, że w I kw. 2026 r. wskaźnik CPI zamelduje się w celu na poziomie 2,5% r/r.

5,0%

Do tego poziomu została obniżona stopa referencyjna po lipcowym posiedzeniu RPP. Od szczytu w bieżącym cyklu, stopa ta została obniżona już o 1,75 pkt proc., choć nadal pozostaje wysoko z historycznego punktu widzenia.

3,9%

Średni udział gotówki w portfelach globalnych funduszy. Jest to drugi najniższy wynik od 12 lat, co według Bank of America stanowi poważny sygnał sprzedaży dla akcji.

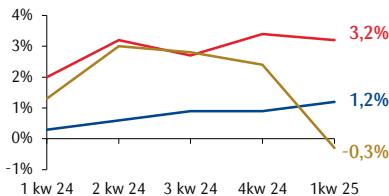
WARTO OBSERWOWAĆ

- **USA:** 1 sierpnia kończy się przedłużony okres zwolnienia z obowiązywania „ceł wzajemnych”
- **EU:** rozwój sytuacji w Ukrainie, decyzje ECB, stymulacja fiskalna w Niemczech
- **Chiny:** informacje o stymulacji monetarnej i fiskalnej oraz o umowie handlowej z USA
- **Globalnie:** rozwój sytuacji na Bliskim Wschodzie

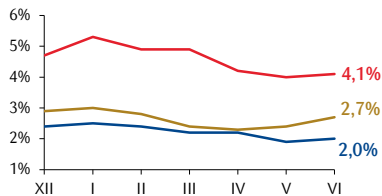
WSKAŹNIKI MAKRO

Polska — USA — Strefa Euro —

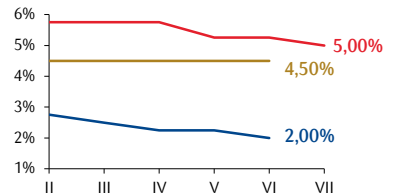
Wzrost PKB (r/r)



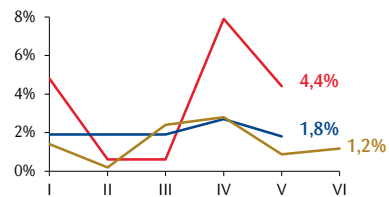
Inflacja (r/r)



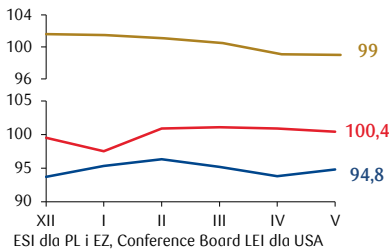
Główna stopa procentowa



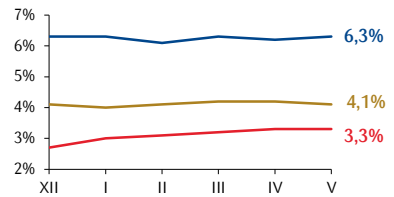
Sprzedaż detaliczna (r/r)



Wskaźniki wyprzedzające



Stopa bezrobocia

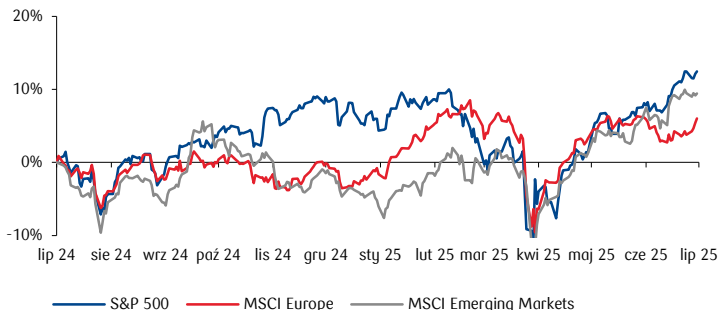
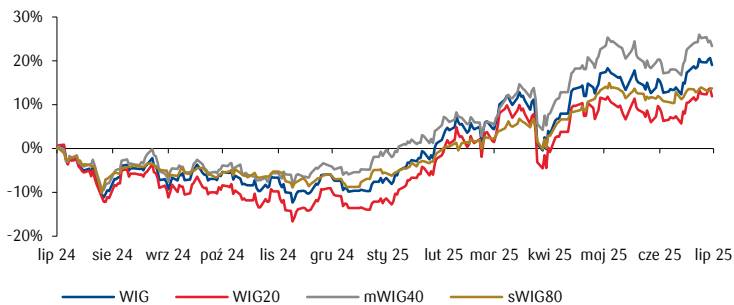


Źródło: GUS, Bloomberg, PKO BP

ESI dla PL i EZ, Conference Board LEI dla USA

Największe gospodarki na świecie (czyli Strefa Euro i USA) reagują dość spokojnie na niepewność związaną z powrotem wojen celnych. Wprawdzie dynamika PKB za Oceanem w 1 kwartale była na lekkim minusie, jednak to efekt skokowego wzrostu importu – amerykańskie firmy zamawiały na zapas, żeby zdążyć przed wyższymi cłami. Patrząc na sprzedaż detaliczną, jest ona ciągle powyżej wartości sprzed roku. Wskaźniki wyprzedzające też są w okolicy neutralnych poziomów. To wszystko przy stabilnej inflacji, a w przypadku Ameryki bez obniżek stóp procentowych w bieżącym roku. Ta odporność imponuje. Zobaczmy, czy się utrzyma.

RYNKI AKCJI

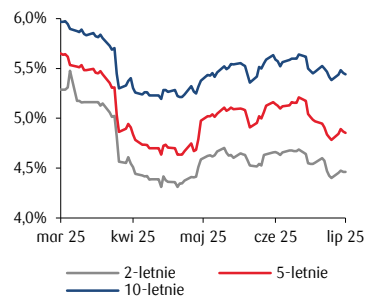


Źródło: Bloomberg, dane na 17.07.2025

Indeksy akcji utrzymują się w trendzie wzrostowym, w wielu przypadkach ustanawiając rekordy wszech czasów, także w Polsce. Pozytywny wpływ na wyceny spółek mają oczekiwania na obniżki stóp procentowych głównych banków centralnych oraz lepsza od oczekiwań aktywność globalnej gospodarki. Giełdy europejskie dodatkowo wspierają wciąż atrakcyjne wyceny, perspektywa spadku cen surowców energetycznych oraz ożywienie gospodarcze, które w dłuższym horyzoncie wzmacniają zapowiedzi wprowadzenia pakietów fiskalnych w UE.

RYNKI OBLIGACJI

Rentowności polskich obligacji skarbowych przez ostatnie 4 miesiące (na dzień 14.07.2025)



Źródło: Bloomberg

Na europejskim rynku obligacji utrzymuje się trend boczny. Rentowności 10-letnich Bundów oscylują blisko 2,6%, wyceniając bliski koniec cyklu obniżek stóp EBC. Prognozowana stabilizacja polityki pieniężnej hamuje spadek krzywych dochodowości. Co więcej, pojawiają się obawy o proinflacyjny wpływ prognozowanego ożywienia gospodarczego w Unii Europejskiej, a także o wzrost podaży na rynku pierwotnym w związku z ogłoszonymi pakietami fiskalnymi. Na tym tle polskie papiery prezentują się lepiej, a ich rentowności spadają wspierane oczekiwaniami na obniżki stóp NBP.

OCENA PERSPEKTYWY RYNKÓW AKCJI*

Prognoza półroczna*

wzrost

trend boczny

spadek

Polska



Atrakcyjne wyceny wskaźnikowe spółek, solidny wzrost gospodarczy na tle innych krajów europejskich, szansa na rozejm w Ukrainie



Trudny przebieg negocjacji handlowych pomiędzy USA i UE, rosnąca liczba negatywnych rewizji prognoz wynikowych

Rynki rozwinięte



Deeskalacja napięć handlowych, utrzymujące się solidne wyniki spółek, największe od lat plany stymulacji fiskalnej w Europie



Ryzyko spowolnienia gospodarki USA na fali protekcyjizmu handlowego, wysokie wyceny spółek amerykańskich, obawy o kolejną falę inflacji w USA

USA
EU

Rynki wschodzące



Niskie wyceny wskaźnikowe spółek, rosnąca rola chińskiej technologii i rozwoju AI, osłabienie dolara na skutek wojny handlowej



Napięcia geopolityczne (szczególnie na Bliskim Wschodzie), wstrzymanie cyklu obniżek stóp procentowych przez Fed (kraje EM posiadają duże zadłużenie w USD), brak wyraźnych efektów podjętych działań stymulacyjnych w Chinach

OCENA PERSPEKTYW RYNKÓW OBLIGACJI*



Polska

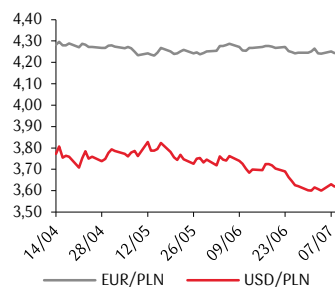


Perspektywa dalszych obniżek stóp przez RPP do końca roku, wysoka płynność systemu finansowego i solidny popyt na papiery dłużne, perspektywa kontynuacji luzowania polityki monetarnej na rynkach bazowych



Niepewność o wpływ wyższych celi na świecie na globalną inflację, podwyższona podaż obligacji skarbowych ze względu na wzrost wydatków budżetowych, zmniejszenie szans na konsolidację fiskalną po wyborach prezydenckich

PERSPEKTYWY WALUT



Źródło: Bloomberg

Kurs EUR/PLN utrzymuje się od kwietnia w wąskim przedziale wahań między 4,23, a 4,29. Pozytywnie na złotego wpływa rosnący apetyt na ryzyko na globalnych rynkach finansowych, wysokie tempo wzrostu polskiej gospodarki oraz wysokie stopy NBP. Z kolei skalę umocnienia ogranicza przyspieszenie cyklu luzowania polityki pieniężnej w Polsce oraz rosnąca nierównowaga zewnętrzna. Negatywnie na złotego wpływają również informacje sugerujące możliwość wprowadzenia wyższych celi na towary sprowadzane do USA i podwyższone ryzyko geopolityczne.

* Prognoza półroczna Komitetu Inwestycyjnego Banku na okres VII 2025 – I 2026

OPRACOWANIE

Biuro Strategii
Rynkowych

Departament Rozwoju Produktów Inwestycyjnych



dr Mirosław Budzicki
Strateg Rynku Stopy
Procentowej
miroslaw.budzicki@pkobp.pl



Łukasz Mickiewicz, CFA, DI
Menedżer ds. komunikacji
inwestycyjnej
lukasz.mickiewicz@pkobp.pl
k: 696 407 596



Patryk Pyka, DI, MPW
Ekspert ds. doradztwa
inwestycyjnego
patryk.pyka@pkobp.pl



Jakub Wawrzyk, CIIA, MPW
Specjalista
jakub.wawrzyk.2@pkobp.pl

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek z instrumentów finansowych, rekomendacja inwestycyjna, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Nie powinny też stanowić wyłącznej przesłanki przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnej. Zawieranie transakcji, których przedmiotem są instrumenty finansowe, może się wiązać z konsekwencjami podatkowymi. W celu uzyskania szczegółowych informacji w zakresie opodatkowania dochodów z inwestycji w poszczególne instrumenty finansowe, Klient powinien zasięgnąć porady profesjonalnego doradcy podatkowego, radcy prawnego lub innej osoby, uprawnionej do udzielania porad w przedmiotowym zakresie.

Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.