



Pekao TFI

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych

MATERIAŁ REKLAMOWY



Perspektywy rynkowe

**SCENARIUSZE DLA RYNKÓW
NA II PÓŁROCZE 2025 ROKU**

Data sporządzenia: lipiec 2025 r.

Szansa na **spadek inflacji i stóp procentowych** sprzyja inwestowaniu w obligacje.
Geopolityka, w tym wpływ ceł na handel, nadal ryzykiem dla rynków.



Spis treści

Wprowadzenie	1
Makroekonomia, stopy procentowe a rynki obligacji	3
Globalne obligacje korporacyjne	6
Globalne rynki akcji	8
Krajowy rynek akcji	10
Prognozy, szanse, ryzyka	13
Podsumowanie	16
Słowniczek	18
Informacja prawna	20

Ilekoć w materiale mowa jest o obligacjach skarbowych, rozumie się przez to wyłącznie obligacje skarbowe, w które fundusze inwestycyjne lokują swoje aktywa. Treści te nie odnoszą się do obligacji skarbowych detalicznych oferowanych konsumentom w sieciach sprzedaży detalicznej.

Wprowadzenie



Jacek Babiński, CFA

Wiceprezes Zarządu
odpowiedzialny za Pion Zarządzania Aktywami

Burzliwe pierwsze półrocze, ale trafne założenia inwestycyjne

„2025 zapowiada się, w naszej ocenie, jako rok dużej zmienności na rynkach” – zastrzegaliśmy na okładce poprzedniego – specjalnego, bo marcowego – wydania naszego opracowania „Perspektywy rynkowe”. Nieprzypadkowo też na okładce znalazła się pokazująca „figę z makiem” pięść w barwach amerykańskich... Ponowne wejście Donalda Trumpa do światowej polityki było niczym filmowe „wejście smoka”. Niepodzielnie rozdawał karty, często pojedynczymi wpisami w mediach społecznościowych decydując o gwałtownych zmianach nastrojów na rynkach.

Na ocenę długofalowych efektów jego polityki przyjdzie czas. Niezaprzeczalnie jednak jego polityka, a zwłaszcza sposób jej wdrażania, wstrząsnęły światowymi giełdami. Dawno niewidziana zmienność rzucała nastroje globalnych inwestorów od niepewności w pierwszym kwartale, przez panikę w kwietniu, do euforii w maju oraz sięgania niemal nowych rekordów historycznych w czerwcu. Tym większa satysfakcja dla nas, że w tak zmiennym otoczeniu, bardzo dobrze zapracowały nasze założenia i tezy inwestycyjne z marca br. Bardzo dobre wyniki realizowanych przez nas strategii, w różnych klasach aktywów, mówią zresztą same za siebie.

Jak szybko przekonał się świat, wcześniejsze zapowiedzi nowego – starego prezydenta USA z czasów kampanii wyborczej w 2024 r. były niczym w porównaniu do rozmachu i dynamiki wydarzeń po objęciu władzy. Chyba jednak ku zaskoczeniu inwestorów, liczących na szybkie prorynkowe zmiany, początek nowej kadencji był czasem zaskakujących deklaracji politycznych. Niezwykle agresywne (wobec większości świata, poza częścią krajów arabskich i Rosją) zachowania Trumpa oraz szokujące opinie (Grenlandia, Kanada, Strefa Gazy) zapewniły pracę mediom na świecie.

Dla inwestorów jednak najważniejsze były cła. Donald Trump wielokrotnie zapowiadał podwyższenie ceł, potem zaczął je faktycznie gwałtownie nakładać i podwyższać. Najpierw uderzając w wybrane kraje (Meksyk, Kanada) oraz grupy towarów (samochody, stal, aluminium). Z wielką pasją naciśnął na Chiny. Dotychczasowe apogeum tak rozkręcana wojna handlowa osiągnęła na początku kwietnia. Wtedy ogłoszone zostały drakońskie cła. Stawki celne, których formułę wyliczenia złośliwi przypisywali sztucznej inteligencji, miały w wielu przypadkach charakter zaporowy – handel

z Chinami, czy z niektórymi krajami azjatyckimi, przy tak wielkim opodatkowaniu, nie miałby pewnie większego sensu. Tak drastyczna zmiana warunków handlu międzynarodowego, grożąca jego paraliżem i obumieraniem, oczywiście przerażała rynki. Jednak zaledwie miesiąc po ogłoszeniu światowej wojny handlowej ekipa Trumpa nagle zaczęła zmieniać ton, zawieszając część z tych horrendalnych stawek celnych. Rynki, już znacznie wcześniej przerażone zaostrożeniem polityki amerykańskiej, zaczęły równie gwałtownie cieszyć się z nadziei na „mniejszy wymiar kary”. Temat bardzo wysokich ceł jeszcze kilka razy to wracał, to był wycofywany.

Cła i polityka handlowa wyznaczały rytm wydarzeń na giełdach. Natomiast, jak to często bywa, rynki z wyprzedzeniem dyskutowały niepokój i niepewność. I już niedługo po formalnym styczniowym przejściu władzy, bo w lutym, rynek akcji w USA zaczął mocno niepokoić się o losy koniunktury. Pojawiły się obawy, czy cała rozkręcająca się awantura handlowa nie osłabi zanadto wzrostu gospodarczego, czy nie spowoduje inflacji i – w najgorszym scenariuszu – nie skończy się recesją. Korekta spadkowa na giełdach w USA przerodziła się w kwietniu w panikę. I – jak to zwykle bywa – apogeum strachu było początkiem dynamicznej wzrostowej kontry na rynkach akcji. Pozwoliło to najpierw na znaczne zmniejszenie skali spadków, potem odrobienie strat, wynikających z wcześniejszej korekty i paniki na początku kwietnia. Pod koniec czerwca kluczowe amerykańskie indeksy zbliżyły się ponownie ku poziomom historycznych rekordów. Warto odnotować, że w tej złożonej sytuacji, swoje walory pokazały ponownie bardziej „celowane” (selektywne) strategie megatrendowe i dywidendowe, na które zwracaliśmy Państwu uwagę już wielokrotnie.



Cała ta zawierucha handlowa i chaos wprowadzony przez Trumpa rzucały to w jedną, to w drugą stronę rynkami na świecie. Huśtało także kursem dolara – generalnie stracił sporo blasku i wartości. Bujało mocno na rynkach obligacji. Rytm wyznaczały papiery amerykańskie. Rentowność obligacji 10-letnich jeszcze w połowie stycznia wydawała się szybować niemal w kierunku 5%, po czym szybko przejściowo spadła nawet poniżej 4% na początku kwietnia. Wraz z uspokojeniem emocji wokół cel i nadzieje na „dogadywanie” porozumień handlowych, zmniejszały się obawy o recesję a rentowności nieco rosły. W czerwcu 2025 r., gdy pojawiła się bardzo kontrowersyjna ustawa wydatkowa, wróciły z kolei obawy o konsekwencje nadmiernego zadłużenia i kosztów obsługi tego długu. Także w czerwcu coraz ostrzej o szefie Fed wypowiedział się prezydent Trump a rynek analizował możliwość konsekwencji wcześniejszego wskazania przez niego następcy Powella (mimo, że kadencja szefa Fed kończy się dopiero w maju 2026 r.). W efekcie ponownie spadały rentowności i słabł dolar.

Mimo całego wspomnianego globalnego zamieszania, napięć w kraju, emocji związanych z polityką RPP oraz wahań rynkowych, bardzo dobre efekty w pierwszym półroczu przyniosły preferowane przez większość inwestorów strategie dłużne krótkoterminowe i obligacyjne. Portfele takich papierów wypracowały w tym czasie zyski wyraźnie przewyższające inflację.

Pierwsze półrocze 2025 r. było dobrym czasem dla europejskich akcji. Pomogły m.in. nadzieje na ożywienie koniunktury za sprawą niższych stóp procentowych w strefie euro, zwiększanie zamówień zbrojeniowych w europejskich firmach oraz szansa na większe wydatki na infrastrukturę (zwłaszcza w Niemczech, po zmianie władzy). To był także świetny okres dla polskich akcji. I to mimo napiętej sytuacji politycznej oraz jej dalszej komplikacji po wyborach prezydenckich.

Dla nas to szczególnie powód do satysfakcji, bo właśnie na potencjał polskiego rynku akcji zwracaliśmy uwagę nie tylko

we wspomnianym marcowym wydaniu „Perspektyw”, ale i już wcześniej – w czasie fatalnej dla polskiego parkietu jesieni 2024, gdy połączenie „Trump trade” i zaostrzenie konfliktu w Ukrainie podkopało wiarę w inwestowanie w polskie akcje. Konsekwentnie zwracaliśmy Państwa uwagę na potencjał naszego rynku i jak zobaczyliśmy wszyscy, było to niezwykle optymalne nastawienie. Znaczący wzrost wycen skłonił nas jednak do modyfikacji nastawienia, o czym w dalszej części tego raportu.

Dużym wyzwaniem, także dla inwestorów, pozostawała i pozostaje sytuacja geopolityczna. Wbrew wcześniejszym nadziejom na choćby i wymuszone zawieszenie broni, wojna w Ukrainie trwała nadal. Zacieśnianiu ulegał ponury sojusz Rosji z Koreą Północną. Jednocześnie eskalacja sytuacji na Bliskim Wschodzie, wojna Izraela z Iranem oraz wejście USA do działań militarnych przeciw Iranowi przejściowo doprowadziło do poważnej huśtawki cen ropy. Sytuacja globalna, a zwłaszcza zagrożenie ze strony Rosji oraz bardzo zdecydowana postawa prezydenta Trumpa wreszcie wymusiły zadeklarowanie przez państwa NATO zwiększenia wydatków na cele obronne. Jak będzie wyglądała realizacja tych deklaracji – zobaczymy, niemniej oznacza to także nowe szanse dla wielu firm, nie tylko ze ściśle rozumianego sektora obronnego.

Niezmiennie kontynuowany jest oszałamiający momentami postęp technologiczny. Sztuczna inteligencja wchodzi coraz mocniej do kolejnych branż. Być może, w nie tak odległej perspektywie, to ona będzie wyręczała ludzi także w inwestycjach. I możliwe, że to ona także będzie przygotowywała w przyszłości raporty analityczne, takie jak ten. Jednak na razie, zapraszam do lektury naszych, ludzkich przemyśleń o tym, co może czekać gospodarki i rynki w drugim półroczu 2025 r.

Jak oceniamy perspektywy głównych klas aktywów? Na ten temat piszą nasi zarządzający w kolejnych komentarzach. Zapraszam do lektury raportu.

Makroekonomia, stopy procentowe a rynki obligacji



Dariusz Kędziora, CFA

Dyrektor Zespołu Zarządzania
Instrumentami Dłużnymi,
Zarządzający portfelem

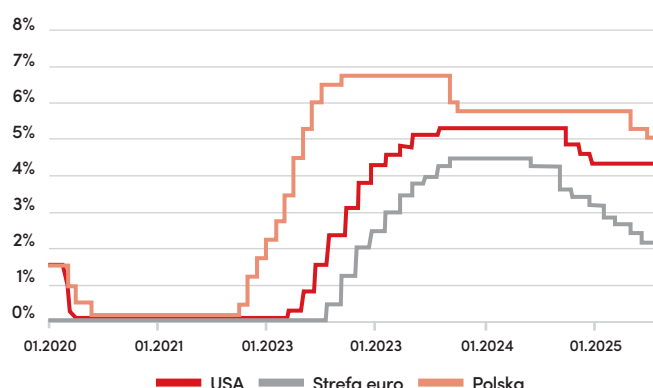


Tomasz Pawluć, CFA

Zarządzający portfelem,
Zespół Zarządzania
Instrumentami Dłużnymi

W naszej opinii w drugiej połowie 2025 roku globalna gospodarka będzie kontynuować proces powolnego dostosowywania się do nowych realiów geopolitycznych i monetarnych. Pierwsze półrocze 2025 r. przyniosło weryfikację wielu prognoz z początku roku, ujawniając głębsze spowolnienie niż pierwotnie oczekiwano, szczególnie w kontekście Stanów Zjednoczonych. Kluczowym czynnikiem kształtującym sytuację gospodarczą pozostają działania administracji Trumpa w USA, które wywierają coraz większy wpływ na globalne łańcuchy dostaw i handel międzynarodowy.

**Stopy procentowe banków centralnych:
USA, strefa euro i Polska w latach 2020-2025**



od wcześniejszych sygnałów o możliwych obniżkach. W drugiej połowie roku amerykański bank centralny będzie musiał balansować pomiędzy rosnącą presją inflacyjną a ryzykiem pogłębienia spowolnienia gospodarczego. Wyceniane są dwie obniżki stóp pod koniec roku. Widzimy potencjał na większe obniżki w przypadku wyraźnego pogorszenia się sytuacji na rynku pracy przy jednoczesnej stabilizacji inflacji.

Kluczowym ryzykiem dla gospodarki amerykańskiej pozostaje eskalacja wojen handlowych. Dalsze podnoszenie ciał może pogłębić spowolnienie wzrostu, jednocześnie napędzając inflację kosztową. Ten stagflacyjny scenariusz stanowiłby poważne wyzwanie dla Fed i mógłby prowadzić do przedłużenia okresu wysokich stóp procentowych.

STREFA EURO

– OŻYWIENIE W CIEŃ NIEPEWNOŚCI

Gospodarka strefy euro kontynuuje powolny proces wychodzenia ze stagnacji, jednak tempo tego procesu okazało się bardziej umiarkowane niż oczekiwano. Komisja Europejska prognozuje wzrost PKB na poziomie zaledwie 0,9% w 2025 r., co stanowi znaczną rewizję w dół względem wcześniejszych oczekiwań. Niemiecka gospodarka, kluczowa dla całego regionu, wciąż zmaga się z trudnościami strukturalnymi. Nowy rząd wyłoniony w wyniku przedterminowych wyborów zapowiedział znaczące odblokowanie wydatków rządowych odzyskując dominującą od lat dyscyplinę fiskalną. Na efekty tych działań przyjdzie nam jednak poczekać do przyszłego roku.

Europejski Bank Centralny (EBC) kontynuował proces luzowania polityki monetarnej, obniżając stopy procentowe w czerwcu po raz ósmy w tym cyklu. EBC wysyła sygnały

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg. Stan na 30.06.2025 r.

STANY ZJEDNOCZONE

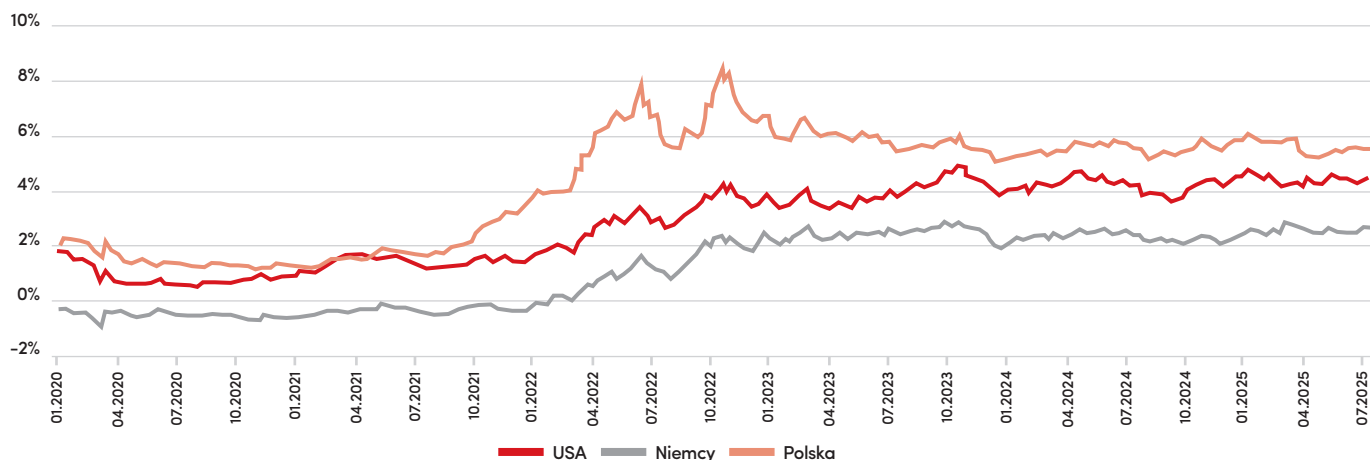
– MIĘDZY SPOWOLNIENIEM A INFLACJĄ

Amerykańska gospodarka wkroczyła w drugą połowę roku w znacznie trudniejszej kondycji niż zakładano na początku 2025 roku. Polityka protekcjonistyczna administracji Trumpa, obejmująca wprowadzenie szeroko zakrojonych ciał oraz ograniczenia imigracyjne, przyniosła efekty w postaci spadku aktywności gospodarczej. Ponadto cały czas oczekiwany jest wzrost poziomu inflacji, co zmusza Rezerwę Federalną (Fed)¹ do odraczania planów luzowania polityki monetarnej.

W konsekwencji Fed utrzymał stopy procentowe na poziomie 4,25-4,50% przez całe pierwsze półrocze 2025 r., odchodząc

¹ Wyjaśnienie tego i innych pojęć znajduje Państwo w „Słowniczku” na końcu „Perspektyw rynkowych”.

Zmiana rentowności 10-letnich obligacji rządowych: USA, Niemcy, Polska w latach 2020-2025



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg. Stan na 15.07.2025 r.

o możliwej stabilizacji stóp na obecnym poziomie. Jednak to, czy zobaczymy dalsze cięcia stóp, będzie zależało od kształtowania się inflacji w drugiej połowie roku oraz od ostatecznego kształtu ceł nałożonych przez USA.

POLSKA – OSTROŻNE LUZOWANIE W DRUGIEJ POŁOWIE ROKU

Polska gospodarka wkroczyła w drugą połowę 2025 roku w relatywnie stabilnej kondycji, choć nie uniknęła wpływu globalnego spowolnienia. Narodowy Bank Polski (NBP) dokonał w maju pierwszej od 2023 roku obniżki stóp procentowych, obniżając stopę referencyjną o 50 punktów bazowych (gdzie 100 punktów bazowych (pb) to jeden punkt procentowy (pp)). Kolejna obniżka o 25 pb nastąpiła w lipcu 2025 r. W obu przypadkach decyzje te stanowiły dość spore zaskoczenie rynkowe biorąc pod uwagę wcześniejszą retorykę banku centralnego.

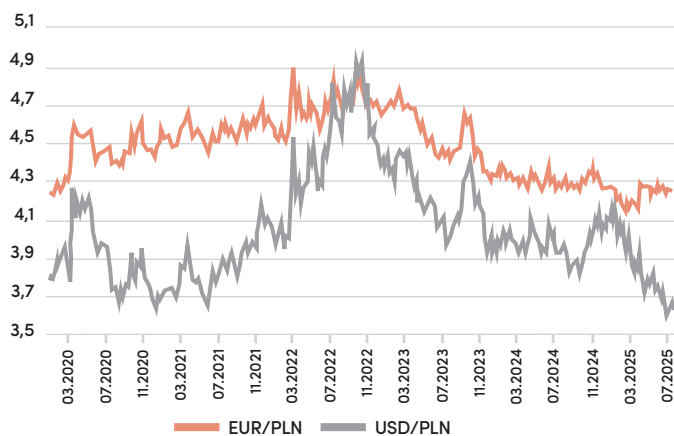
Pomimo zaskoczenia samym terminem decyzji uważamy, iż decyzje te były słuszne i w pełni uzasadnione. W drugiej połowie 2025 roku NBP prawdopodobnie będzie kontynuował ostrożne

luzowanie polityki monetarnej. Spodziewamy się do końca roku jeszcze dwóch obniżek stóp procentowych o 25 pb, co sprowadzi główną stopę procentową do poziomu 4,5% na koniec roku.

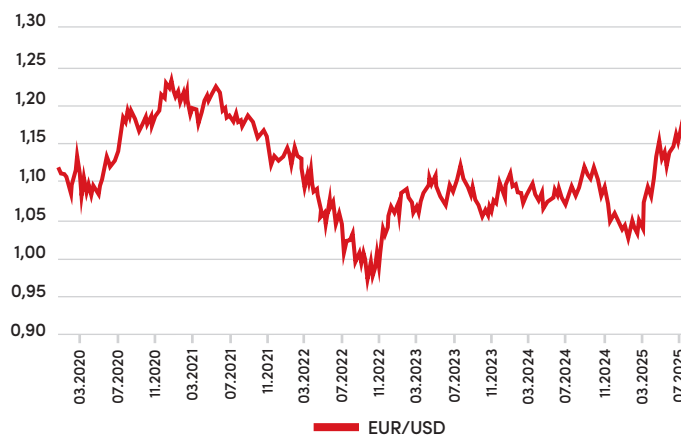
Tempo i skala obniżek będzie oczywiście uzależniona od napływających danych, w tym przede wszystkim o inflacji. Projekcja inflacyjna zaprezentowana przez NBP w lipcu br. pokazuje, iż inflacja w horyzoncie projekcji pozostaje w przedziale dopuszczalnych wahań. Jedyną niepewność dotyczy cen energii w czwartym kwartale tego roku. Natomiast należy odnotować cały czas relatywnie silny kurs złotego oraz osłabienie się tempa wzrostu płac, na co zwracaliśmy szczególną uwagę. Oba te czynniki powinny wspierać oczekiwania na dalsze luzowanie polityki monetarnej.

Głównym motorem wzrostu gospodarczego w Polsce pozostają inwestycje, wspierane przez środki unijne. Konsumpcja prywatna kontynuuje stopniowe ożywienie, choć wysokie stopy procentowe nadal ograniczają jej dynamikę. W drugiej połowie roku spodziewane jest przyspieszenie wzrostu jednak nie powinno ono przełożyć się na wzrost presji inflacyjnej w gospodarce.

Notowania par walut: EUR/PLN i USD/PLN



Notowania par walut: EUR/USD



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg. Stan na 15.07.2025 r.



Sytuacja w Ukrainie pozostaje jednym z ważniejszych czynników wpływających na perspektywy gospodarcze regionu, jednak oczekiwania co do szybkiego zawieszenia broni z początku roku zdecydowanie osłabły.

STRATEGIA INWESTYCYJNA

- Na początku 2025 roku wskazywaliśmy, że jest to dobre środowisko dla strategii dłużnych i dalej podtrzymujemy tę tezę. Przede wszystkim mamy sytuację, w której inflacja jest lub za chwilę będzie w dopuszczalnym przedziale wahań, a stopy procentowe i rentowności obligacji pozostają na relatywnie wysokich poziomach. W naszej opinii jest to więc bardzo korzystna sytuacja z punktu widzenia oszczędzających, a szczególnie dla klientów strategii dłużnych.
- Jeśli chodzi o **strategie dłużne krótkoterminowe** to właściwie nasze zapatrywania nie zmieniają się w porównaniu do sytuacji z początku roku. Naszym zdaniem cały czas te rozwiązania będą charakteryzować się atrakcyjną rentownością.
- Kluczowym elementem dla strategii dłużnych krótkoterminowych jest wysokość stopy WIBOR 6m, która spadła z poziomu 5,80% na początku roku do 4,85% na początku lipca, stąd też oczekiwana stopa zwrotu jest odpowiednio niższa. Nadal będziemy w reżimie wysokich dodatnich realnych stóp procentowych (ok. 1,5 pp ponad inflację), co stwarza bardzo dobre warunki do pomnażania oszczędności. Po ostatnich obniżkach stóp rentowności portfeli będą odpowiednio niższe, jednak trzeba pamiętać, że gdy zarówno inflacja, jak i oprocentowanie lokat bankowych będzie niższe, to relatywna atrakcyjność tych strategii się nie zmienia.
- W porównaniu z naszymi perspektywami na pierwszą połowę 2025 roku pozytywnie zmieniło się nasze zapatrywanie na **strategie dłużne długoterminowe**. Jedną rzecz, której się spodziewaliśmy i która się zrealizowała w maju, to rozpoczęcie cyklu obniżek stóp procentowych. Wprawdzie NBP stroni od nazywania ostatnich obniżek cyklem, my postrzegamy to jako cykl i dalej widzimy przestrzeń na dalsze obniżki w drugiej połowie 2025 roku i w 2026. Taki scenariusz powinien zdecydowanie wspierać wyniki strategii dłużnych długoterminowych.
- Można zastanawiać się o ile jeszcze mogą spaść rentowności obligacji skarbowych, tym bardziej że rynek wyceenia już pewną liczbę obniżek stóp procentowych. Trzeba jednak pamiętać, że nawet bez gwałtownych ruchów na krzywej rentowności, oczekiwana stopa zwrotu na obligacjach długoterminowych oscylowała na przełomie czerwca i lipca 2025 r. na poziomie powyżej 6%. Taka sytuacja ma miejsce zarówno ze względu na bieżącą rentowność obligacji, jak również na fakt, iż krzywa rentowności cechuje się w tym momencie stromym nachyleniem

(obligacje o dłuższych terminach zapadalności mają wyższą rentowność). To sprzyja generowaniu dobrych wyników na strategiach obligacyjnych.

- Dodatkowo, polskim obligacjom skarbowym powinno sprzyjać otoczenie zewnętrzne, a szczególnie środowisko słabego dolara na rynkach globalnych. Z jednej strony deprecjonujący się dolar powoduje mniejszą presję inflacyjną (choćby za sprawą tańszych surowców w walucie lokalnej). Z drugiej strony słaby dolar zachęca globalnych inwestorów do inwestowania na rynkach rozwijających się, co powinno sprzyjać popytowi również na polskie obligacje skarbowe.
- Jeśli chodzi o ryzyka dla naszych perspektyw na obligacje długoterminowe, to pewne zagrożenie widzimy w ekspansywnej polityce fiskalnej na świecie.
- Po pierwsze mamy sytuację, w której wszystkie główne regiony gospodarki światowej dokonują ekspansji fiskalnej, czyli zwiększają wydatki. Mamy taką sytuację zarówno w Europie, Chinach, jak i – co może dość nieoczekiwane – również w USA. Efekty tych wydatków pewnie zobaczymy w przyszłym roku, ale można założyć, że będzie to prowadziło do lepszego wzrostu gospodarczego, a w konsekwencji może również przełożyć się na wyższą presję inflacyjną.
- Dominacja polityki fiskalnej to jednak nie tylko potencjalne lepsze perspektywy gospodarcze, ale też obawy o nadmierny wzrost zadłużenia. Już teraz obserwujemy coraz większe obawy inwestorów o sytuację fiskalną takich krajów jak USA, Francja, czy Wielka Brytania. Na razie te ryzyka mają ograniczone przełożenie na rynek polskich obligacji, natomiast to się może zmienić w przyszłości i stanowi ryzyko, które na bieżąco monitorujemy.
- Dość ograniczone spready, czyli premie ponad dochodowość papierów skarbowych, sprawiają, że polskie obligacje korporacyjne, mimo nieco wyższej rentowności od papierów skarbowych, nie skłaniają do zwiększania zaangażowania, ale pozostają dobrym elementem zdywersyfikowanego portfela.
- Podobnie jak w przypadku papierów dłużnych emitowanych przez firmy, w naszej opinii spready na rynku obligacji samorządowych nie skłaniają inwestorów do większego zaangażowania. Są jednak cennym uzupełnieniem zróżnicowanego portfela. Reforma finansowania samorządów sprawiła, że poprawia się jakość emitentów. Brakuje jednak nowych emisji.

Globalne obligacje korporacyjne o ratingu inwestycyjnym i spekulacyjnym



Karol Ciuk, CAIA, CFA

Dyrektor Zespołu
Zarządzania Strategiami Globalnymi,
Zarządzający portfelem

W pierwszej połowie 2025 roku rynek obligacji korporacyjnych przyniósł zróżnicowane wyniki inwestycyjne, a ich skala zależała od segmentu rynku i poziomu ryzyka kredytowego. Początek roku z perspektywy inwestorów był relatywnie stabilny, jednak od marca musieliśmy mierzyć się z wyraźnym wzrostem zmienności, który osiągnął swoje apogeum w kwietniu.

Był to okres eskalacji niepewności związanej z polityką celną nowej administracji USA. Jednak po zawieszeniu części cel zaczęliśmy obserwować systematyczny spadek tzw. spread'ów kredytowych (tj. premii, jaka związana jest z inwestowaniem w obligacje firm względem papierów rządowych), co wynikało z poprawiających się nastrojów na rynku. Mimo to, w całym półroczu spread'y – zwłaszcza w segmencie obligacji wyższego ryzyka (high yield) – pozostawały nieco wyższe niż na początku roku.

Spójrzmy zatem nieco bardziej szczegółowo na sytuację przez pryzmat rynku w Stanach Zjednoczonych. Nieco stabilniejsze były wyniki obligacji o ratingu inwestycyjnym (investment grade), a bardziej zróżnicowane te o wyższym ryzyku kredytowym (high yield). W segmencie inwestycyjnym – tj. w grupie obligacji emitentów opisywanych ocenami ratingowymi od AAA do BBB – stopy zwrotu wyniosły od 3,6% do 4,3%, podczas gdy obligacje high yield (o niższych ocenach ratingowych, czyli wyższym ryzyku inwestycyjnym) oferowały zwroty od 3,6% do nawet 5,0% (dane na 30-go czerwca 2025 r.). Warto zaznaczyć, że obligacje o najniższej jakości kredytowej (oceny ratingowe CCC i niżej – czyli z serii CC, C i D) osiągnęły wyraźnie niższą stopę zwrotu niż pozostałe, mimo najwyższej rentowności do wykupu sięgającej aż 13,0%. Wskazuje to na wyższe obawy inwestorów co do wypłacalności emitentów w tym segmencie rynku. Z drugiej strony, to zjawisko podkreśla rosnące znaczenie odpowiedniej selekcji emitentów do portfela. Doskonale wiemy, że nie tylko rentowność do wykupu ma znaczenie, ale także ocena wiarygodności kredytowej (tj. możliwości spłaty zaciąganych długów – w tym: emisji obligacji), która z nią koresponduje.

Z szerszej perspektywy można odnotować, że rentowności papierów korporacyjnych pozostały w większości przypadków stabilne, a główne zmiany na rynku wynikały z przesunięć spread'ów kredytowych i w mniejszym stopniu z ruchów

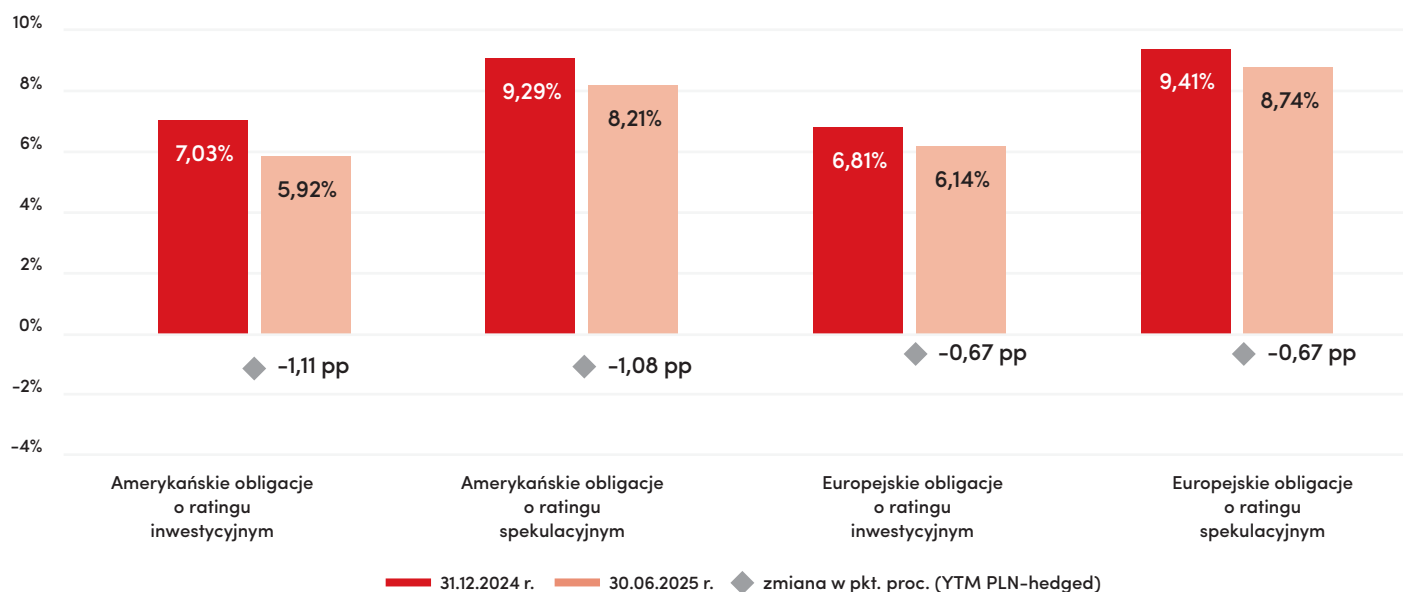
stóp procentowych. Jak pokazują dane, w pierwszej połowie 2025 roku inwestorzy, którzy zdecydowali się na wyższe ryzyko kredytowe, mieli szansę na wyższe wyniki, choć nie bez wzrostu zmienności (tj. wahań wycen papierów i całych portfeli) i tylko przy odpowiedniej selekcji obligacji do portfela. Oto bowiem wśród obligacji high yield znalazł się zarówno najlepszy (BB), jak i najgorszy segment rynku (CCC i niżej) z punktu widzenia uzyskanych rezultatów.

Na tle globalnego rynku obligacji korporacyjnych, rentowności wyrażone w polskim złotym przy zabezpieczonym ryzyku kursowym (PLN-hedged) pozostają na relatywnie atrakcyjnych poziomach – zarówno w segmencie obligacji o ratingu inwestycyjnym, jak i spekulacyjnym (wykres na kolejnej stronie). Wedle danych z pierwszej połowy czerwca br., amerykańskie obligacje investment grade oferowały rentowność na poziomie ok. 5,9%, natomiast ich europejskie odpowiedniki 6,1%. Z kolei w segmencie obligacji wysokodochodowych (high yield), w tym samym czasie, inwestorzy mogli liczyć na rentowności rzędu 8,2% w USA oraz aż 8,7% w Europie.

Taki poziom dochodowości, zabezpieczony przed ryzykiem walutowym, czyni obligacje korporacyjne interesującą alternatywą w kontekście krajowych stóp procentowych i potencjalnych zmian polityki monetarnej. Atrakcyjne rentowności mogą wspierać utrzymujące się zainteresowanie tą klasą aktywów zarówno wśród inwestorów szukających wyższego zysku, jak i tych preferujących większą stabilność. Wybór konkretnej inwestycji musi oczywiście zawsze wynikać z analizy sytuacji, możliwości samego inwestora i akceptowanego przez niego poziomu ryzyka.

W drugiej połowie 2025 roku inwestorzy nadal powinni funkcjonować w środowisku relatywnie wysokich rentowności, co w naszej ocenie pozostaje kluczowym argumentem za inwestycją w globalny rynek obligacji korporacyjnych. Jesteśmy

Szacunkowe rentowności wybranych indeksów obligacji korporacyjnych po zabezpieczeniu kursu waluty (PLN-hedged)



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg. Stan na 30.06.2025 r.

w trakcie cyklu obniżek stóp procentowych przez główne banki centralne, które zachowują ostrożność w dalszym luzowaniu warunków finansowych, co wspiera utrzymanie atrakcyjnych poziomów dochodowości.

Na horyzoncie, jak zwykle, pojawiają się ryzyka, które należy odpowiednio oszacować. Oczekiwania inwestorów potrafią być zbyt optymistyczne lub zbyt pesymistyczne względem tempa wzrostu gospodarczego lub ryzyka pogorszenia koniunktury. Wpływa to na wyceny szczególnie w segmencie obligacji high yield, gdzie poziomy spread'ów kredytowych są bardziej wahliwe. Obecnie spread'y są na niższym poziomie od średniej, ale wyższym niż jeszcze na początku roku. Podobnie jak na początku roku, uważamy że warto wykorzystywać ewentualne momenty wzrostu awersji do ryzyka do zwiększania alokacji (tj. udziału tych papierów w zdywersyfikowanym portfelu inwestycyjnym), w szczególności – w obligacjach o wyższym poziomie ryzyka, a obligacje investment

grade uważamy za istotny składnik portfela zagranicznych obligacji. Obligacje o wyższym ratingu oferują obecnie nie tylko solidną dochodowość, ale również większą odporność na zmienność rynkową, co czyni je atrakcyjnym wyborem w okresach zwiększonej niepewności. W tym kontekście oferują bardziej zrównoważony stosunek zysku do ryzyka. Mimo wyższej zmienności i większych ryzyk towarzyszących tej klasie aktywów, nie pomijamy obligacji high yield w budowie zdywersyfikowanego portfela. Przeciwnie, dostrzegamy w niej istotny potencjał ze względu na wysokie rentowności. Jednak w tym przypadku podejście musi być bardziej selektywne. Warto koncentrować się na emitentach o solidnych, jak na ten rynek, fundamentach finansowych i stabilnych modelach biznesowych. Widzimy również wartość w bardziej aktywnym podejściu do zarządzania tą częścią portfela. Wykorzystanie korekt rynkowych do zakupów po bardziej atrakcyjnych cenach może według nas istotnie podnieść efektywność tej inwestycji w dłuższym horyzoncie.

Globalne rynki akcji



Piotr Stopiński, CFA

Dyrektor Zespołu Zarządzania
Akcjami Rynków Zagranicznych



Filip Lubka, CFA

Zarządzający portfelem,
Zespół Zarządzania
Akcjami Rynków Zagranicznych

Pomimo dużej zmienności w pierwszej połowie 2025 roku, jesteśmy umiarkowanie pozytywnie nastawieni do wybranych segmentów rynku akcji, podkreślając jednak konieczność uważnej selekcji tematów, branż i spółek. Fundamenty firm pozostają zdrowe, bez jasných oznak recesji.

Naszym zdaniem, w drugiej połowie 2025 roku, zyskom firm w USA mogą pomagać niższe ceny energii, niższe podatki oraz potencjalnie mniejsze regulacje w sektorze finansowym. Dodatkowo, polityka monetarna może dać impuls w postaci obniżek stóp procentowych, łagodząc obciążenia związane z wysokimi kosztami finansowymi. W Europie, pomimo niskiego wzrostu gospodarczego, widzimy potencjał w niektórych branżach – do szybszego wzrostu zysków ze względu na zwiększone wydatki na infrastrukturę i obronność oraz spadające ceny energii, przy już zdecydowanie obniżonych stopach procentowych.

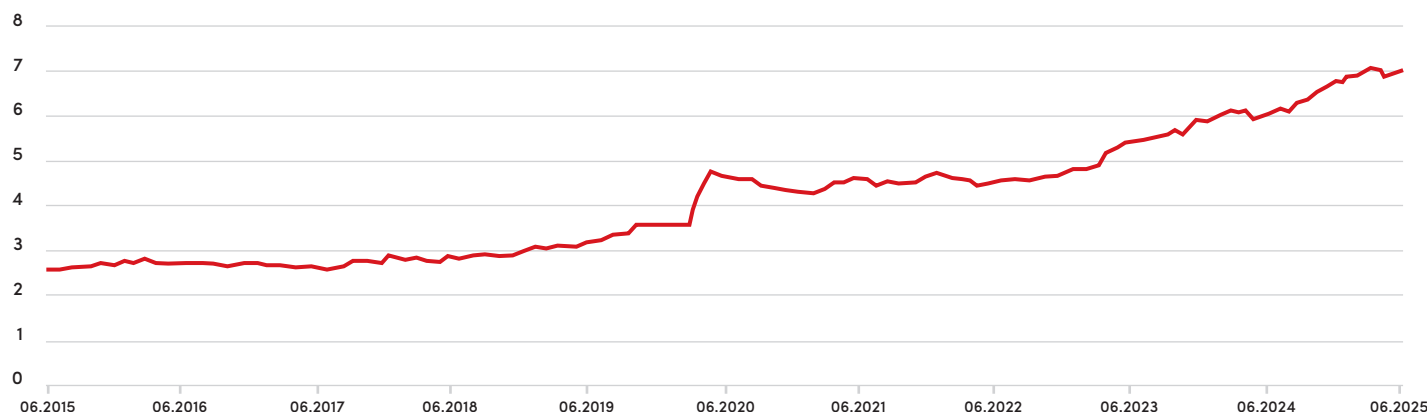
Jednakże agenda i sposób realizacji polityki nowej administracji USA prowadzi do niepewności i zmienności na rynkach. Wpływ nakładania i odwoływania ceł na cykl koniunkturalny pozostaje niejasny. Stąd też wg nas warto zwrócić uwagę na firmy o ugruntowanej pozycji rynkowej, działające w dobrze zdefiniowanych niszach branżowych, gdzie mocny bilans jest atutem w trakcie całego cyklu koniunkturalnego. Nie zapominajmy, że pomimo wycofywania się z ekstremalnie wysokich ceł nałożonych na niektóre kraje 2 kwietnia 2025 r., efektywna

stawka taryfowa w USA znajduje się znacząco wyższej niż w przeszłości.

Z perspektywy inwestorów w USA, w drugiej połowie 2025 r., istotne będzie przesunięcie retoryki z wojny handlowej na obniżki podatków i deregulację, co powinno poprawić nastroje (sentyment) na rynkach finansowych. Sprawne uchwalenie ustawy budżetowej latem tego roku ma wprowadzić szereg ułatwień fiskalnych dla konsumentów oraz oddalić w czasie potrzeby podnoszenia progu długu publicznego (z ang. debt ceiling). To, w naszej ocenie, stymulujące kroki, które potencjalnie mogą częściowo przynieść ulgę firmom i konsumentom, którzy poniosą koszty wyższych ceł (i de facto cen).

Kolejnym czynnikiem wspierającym rynek akcyjny może być rekordowa kwota środków ulokowanych w funduszach pieniężnych w USA. O ile ścieżka polityki monetarnej kreowanej przez Rezerwę Federalną pozostaje niewiadomą, to przejście w cykl długotrwałych obniżek stóp procentowych może spowodować cykliczny napływ do bardziej rentownych aktywów, w tym akcji. Oznacza to, że potencjalnie źródło stabilizacji

Środki ulokowane w funduszach pieniężnych w USA (w bln USD)



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg. Stan na 30.06.2025 r.

zowania zmienności w aktywach ryzykownych pozostaje dalekie od wyczerpania i pełnego zaangażowania.

W perspektywie drugiego półrocza 2025 roku będziemy obserwować dalsze postępy w rewolucji sztucznej inteligencji i pokonywanie kluczowych barier technologicznych oraz kapitałowych, które wspierają jej rozwój. Będzie to korzystne dla rozwoju całego łańcucha dostaw, czyli od gigantów technologicznych, przez firmy przemysłowe, po spółki użyteczności publicznej, które będą beneficjentami ogromnych nakładów na modernizację sieci energetycznej. Naszą uwagę przykuwa również sektor finansowy oraz przemysłowy, ponieważ będą największym beneficjentem polityki nowego prezydenta, czyli szeroko zakrojonej deregulacji, oraz nearshoringu, czyli przenoszenia produkcji do USA.

O sztucznej inteligencji napisano już wiele, natomiast wydatki na ten cel zostały znacząco zwiększone po wyborze Donalda Trumpa na prezydenta. I tak np. sławny projekt Stargate w Teksasie oznaczałby wydanie ponad 100 mld USD na gigantyczne centrum danych, które według niektórych wyliczeń może pomieścić nawet 400 tys. układów firmy NVIDIA. Kolejny projekt, o którym donoszą media, tym razem rozpatrywany przez Meta (wcześniej Facebook) byłby jeszcze

większy i mógłby używać nawet 600 tys. układów już wspomnianej firmy. Rywalizacja o potęgę w infrastrukturze wspierającej rozwój sztucznej inteligencji zaczyna się na dobre.

W kontekście budowania ekspozycji na akcje zagraniczne uważamy, że solidne fundamenty i zdecydowanie niższa wycena od szerokiego rynku wspiera strategię dywidendową. W dłuższej perspektywie, pomimo niepewności w krótszym terminie, szczególnie w czasie korekt rynkowych – chcemy zwiększać ekspozycję na biznesy w sekularnych (tu: długoterminowych, niezwiązanych z przejściowymi wahaniami koniunkturalnymi) trendach wzrostowych (tzw. megatrendach, czyli związanych z wielkimi biznesowymi trendami cywilizacyjnymi, decydującymi o długofalowym postępie technologicznym i zmianie sposobu funkcjonowania społeczeństw). Z jednej strony, inwestujemy więc w grupę wybranych firm płacących stabilne dywidendy, o mocnych bilansach i dających nam dosyć solidną, defensywną bazę. Z drugiej strony, dbamy o ekspozycję na firmy wzrostowe, które biorą udział w trendach zmieniających świat. Takie połączenie daje nam szansę na coś, co możemy nazwać stabilną ofensywą, z pewną ochroną przed nadmierną zmiennością.

Krajowy rynek akcji



Piotr Grzeleński

Dyrektor Zespołu Zarządzania
Akcjami Rynku Krajowego



Piotr Sałata, CFA

Zarządzający portfelem,
Zespół Zarządzania Akcjami Rynku Krajowego

Pierwsze półrocze 2025 roku to lustrzane odbicie sytuacji z końcówki ubiegłego roku. Po słabym 2024 r., gdy polski rynek akcji nie przyciągał uwagi zwłaszcza inwestorów zagranicznych, obecny rok przyniósł wyraźne ożywienie.

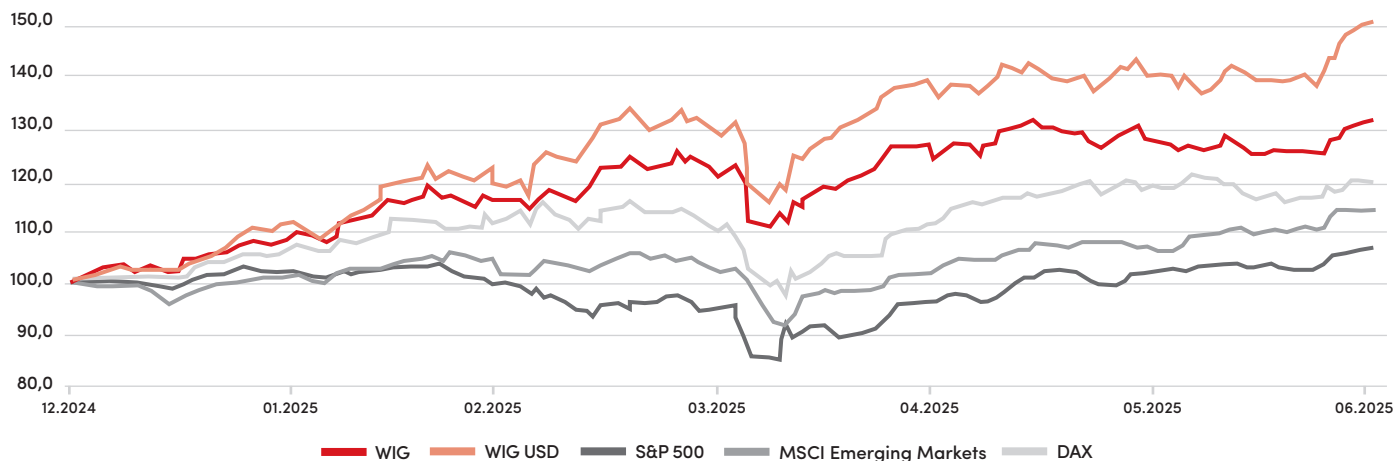
Do końca czerwca 2025 roku indeks WIG zyskał ponad 31%, a w przeliczeniu na dolara amerykańskiego aż blisko 50%. To ujęcie dolarowe jest szczególnie istotne, ponieważ gros obrotów na warszawskiej giełdzie generują inwestorzy zagraniczni, z których wielu nie zabezpiecza ryzyka walutowego. Dla nich liczy się nie tylko wynik indeksu, ale i siła złotego. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami z poprzedniej publikacji „Perspektyw rynkowych”, WIG w połowie czerwca 2025 r. pozostawał jednym z najmocniejszych indeksów na świecie i od końca 2024 r. utrzymywał się na szczycie pod względem stóp zwrotu. Pokazuje to poniższy wykres, na którym – przy wspólnym punkcie startowym – widać wyraźnie, że polski rynek przeważał zarówno nad rynkami rozwiniętymi, jak i rozwijającymi się.

Pomimo silnych wzrostów na warszawskiej giełdzie, wyceny nadal nie wydają się wygórowane. Na koniec czerwca 2025 r. podstawowy wskaźnik cena do prognozowanych zysków (tzw. forward P/E) dla indeksu WIG wynosił około 10. Z jednej strony, „najniżej wiszące owoce” zostały już zerwane – względem pięcioletniej średniej historycznej GPW notowana jest z niewielką premią wynoszącą około 5%. Z drugiej strony,

wciąż utrzymuje się wysokie, naszym zdaniem – nieuzasadnione, dyskonto względem innych rynków wschodzących. Dla porównania, analogiczny wskaźnik dla indeksu MSCI Emerging Markets wynosił 12,7, co oznaczało ponad 20% dyskonto na korzyść polskiego rynku. W efekcie, wciąż dostrzegamy długoterminowy potencjał do lepszego zachowania warszawskiej giełdy względem rynków bazowych.

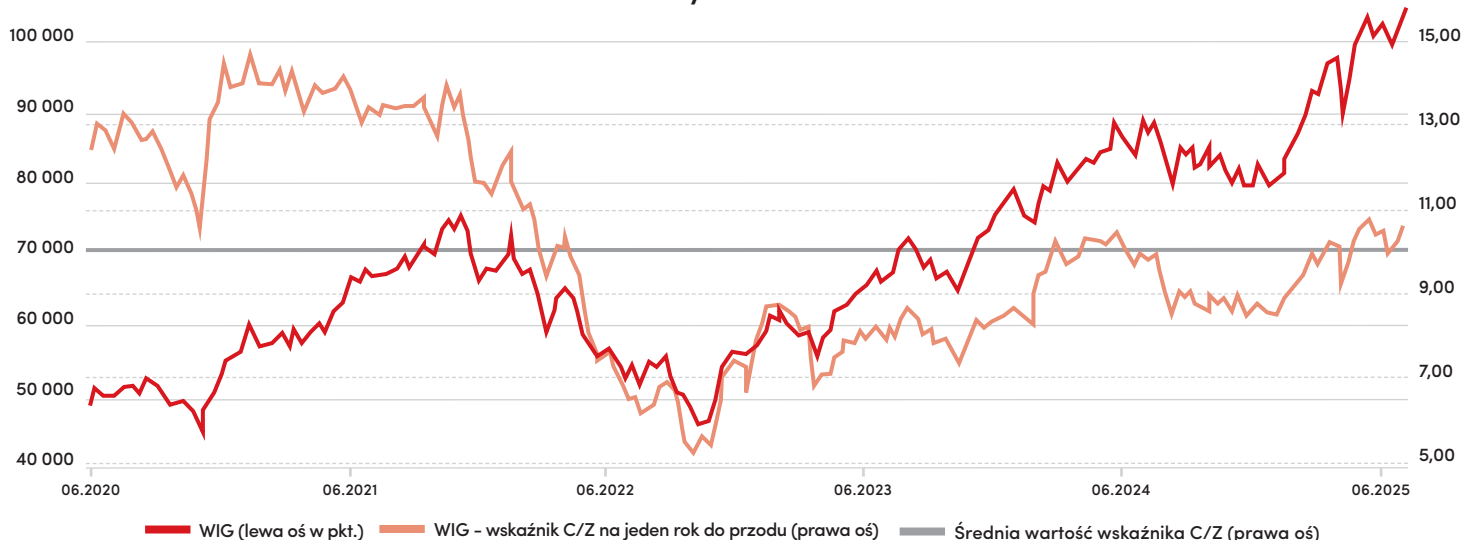
Wraz ze wzrostem indeksów w pierwszym półroczu 2025 r., obniżyła się premia za ryzyko dla polskich akcji. Choć jej wyliczanie może przyjmować różne formy, ogólny kierunek zmian jest jednoznaczny – premia ta spadła. W uproszczeniu, premia za ryzyko to dodatkowy zwrot, jakiego inwestorzy oczekują za inwestowanie w akcje – zamiast w bezpieczne aktywa, takie jak obligacje skarbowe. Im niższa premia, tym rynek postrzegany jest jako bardziej stabilny i perspektywiczny. Dalszy spadek premii generuje dodatkową stopę zwrotu. Wzrosty wycen na warszawskim parkiecie można interpretować jako wyraz większego zaufania inwestorów, a zwłaszcza zagranicznych, do polskiego rynku. Obecnie premię za ryzyko szacuje się na ok. 4,5%, wobec 10-letniej mediany na poziomie 6,3%. Dla porównania, w okresach silnej

WIG na tle innych rynków od początku 2025 r.



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg. Stan na 30.06.2025 r.

Wycena WIG



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg. Stan na 30.06.2025 r.

niepewności, jak pandemia COVID-19, czy początek wojny w Ukrainie, potrafiła ona sięgać nawet 12%.

Katalizatorami tegorocznych wzrostów, obok wyraźnego wzrostu wypłacanych dywidend, były przede wszystkim: poprawa sentymentu wobec rynków wschodzących oraz – jak się później okazało – płonne nadzieje na szybkie zakończenie wojny w Ukrainie. Niestety, za wzrostem indeksu WIG nie poszły rewizje skonsolidowanych prognoz wyników spółek wchodzących w jego skład. W ujęciu sektorowym poprawę odnotowano w branży finansowej oraz wśród spółek energetycznych i paliwowych. Po drugiej stronie znalazły się firmy konsumenckie, gdzie pozytywne dynamiki wyhamowały, głównie z powodu niepewności geopolitycznej wpływającej na decyzje zakupowe. Pozytywnym sygnałem jest wzrost oczekiwanych wyników na 2026 r. Jednak, aby liczyć na dal-

sze zmniejszenie dyskonta względem innych rynków wschodzących i wyrwanie się z „pułapki niskich wycen”, konieczne są silniejsze wzrosty wyników już w przyszłym roku.

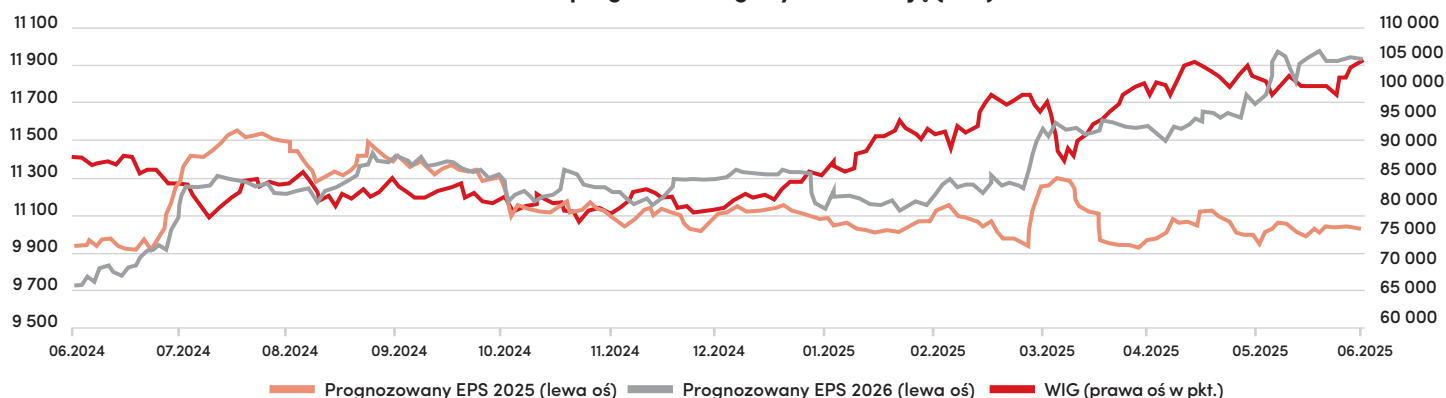
Inwestorzy w drugiej połowie 2025 roku będą bacznie przyglądać się największemu sektorowi, czyli bankom. Wraz ze spadającą dynamiką inflacji, rosną oczekiwania na rozpoczęcie cyklu obniżek stóp procentowych przez NBP, co będzie ciążyło dalszym wzrostom kursów akcji tych spółek. Z drugiej strony, od czasu rekordowo niskich stóp procentowych minęło już kilka lat, dając bankom czas na przygotowanie bilansów, przez odpowiednią politykę hedgingową oraz zakup pokazanych portfeli obligacji skarbowych – zyskujących na obniżce stóp procentowych, co będzie stanowić istotną przeciwwagę dla ewentualnego chwilowego pogorszenia sentymentu wobec tego sektora.

Premia za ryzyko akcji



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg. Stan na 30.06.2025 r.

WIG na tle prognozowanego zysku na akcję (EPS)



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg. Stan na 30.06.2025 r.

Czynniki ryzyka dla krajowego rynku akcji pozostają bardzo podobne, jak na początku bieżącego roku. W kontekście polityki celnej Stanów Zjednoczonych, nadal nie znamy szczegółów przyszłych umów bilateralnych (dwustronnych) pomiędzy USA a ich największymi partnerami handlowymi oraz trwałości tych porozumień. Szczegóły te są kluczowe dla określenia wpływu nowego ładu w handlu światowym na poszczególne regiony, w tym na tak dla nas istotną przestrzeń gospodarczą Unii Europejskiej. Warto jednak zaznaczyć, że nawet bieżący efektywny poziom ceł nakładanych przez USA, już w ramach okresu przejściowego, gdzie wspomniane cła zostały obniżone na czas negocjacji, były najwyższe od 1934 roku i przekraczały 17%.²

Nieustanie bardzo dużo niepewności dla polskiego rynku akcji generuje konflikt w Ukrainie. Od początku bieżącego roku, inwestorzy wierzili sporo nadziei z nową administracją w Białym Domu, w kontekście zawarcia przynajmniej zawieszenia broni. Niestety, zgodnie z obawami części analityków, proces negocjacyjny bardzo przeciąga się w czasie, a podstawowym problemem jest to, że nie widać faktycznej woli po stronie Federacji Rosyjskiej do szybkiego zakończenia wojny. Niestety, na obecnym etapie, bardzo trudno jest prognozować dalszy przebieg wydarzeń, jednak zawieszenie broni w drugim półroczu 2025 r. wydaje się być dość optymistycznym założeniem. Z drugiej strony, nie musi to wprost wywierać presji na rynek akcji nad Wisłą. Z uwagi już na tak długi czas trwania tego konfliktu (co nas bardzo smuci), nawet inwestorzy zagraniczni, przystosowali się już do działania „w cieniu wojny”.

Wśród nowych ryzyk dostrzegamy potencjalnie silną presję podażową związaną ze sprzedażą akcji w ramach przyspieszonych ksiąg popytu (tzw. ABB), czego przedsmak mogliśmy zaobserwować już pod koniec pierwszego półrocza. Wielu inwestorów strategicznych sygnalizowało w poprzednich kwartałach chęć ograniczenia swojej ekspozycji, co – w połączeniu z dobrymi wynikami indeksów i pozytywnym sentymentem (nastrojami) – otwiera drogę do dalszej sprzedaży dużych pakietów akcji. Przy wciąż znikomych napływach kapi-

tału, może to wywierać presję na stopy zwrotu z akcji notowanych na GPW. Według naszych szacunków, w skrajnym scenariuszu, wartość oferowanych w tym roku akcji może zrównać się z wartością dywidend wypłacanych akcjonariuszom mniejszościowym. Warto podkreślić, że to właśnie szeroki, oczekiwany strumień tegorocznych dywidend stanowił podstawę naszego konstruktywnego podejścia do rynku akcji na początku roku. Dodatkowym ryzykiem jest wzrost niepewności politycznej po wyborach prezydenckich oraz potencjalnie wyższy poziom fiskalizmu ze strony obecnego rządu – celem realizacji obietnic wyborczych. Może to, choć nie musi, oznaczać m.in. wzrost podatków sektorowych oraz punktowy ubytek w wynikach wybranych spółek. Z drugiej strony, potencjalna ekspansywna polityka fiskalna mogłaby wspierać sektor konsumencki oraz – pośrednio (przez wpływ na stopy procentowe) i bezpośrednio (przez zwiększenie podaży pieniądza) – sektor bankowy. W związku z tym, ostateczny wpływ tych czynników na stopy zwrotu pozostaje otwarty.

Podsumowując, nadal dostrzegamy niekwestionowane atuty krajowego rynku akcji, takie jak sprzyjające otoczenie makroekonomiczne, potencjał wzrostu inwestycji związany z przyspieszeniem wydatkowania środków z KPO, stabilny konsument oraz szanse na stopniową poprawę koniunktury w Europie Zachodniej w związku z oczekiwanym wzrostem wydatków fiskalnych m.in. w Niemczech. Co więcej, aktualna wycena rynku nadal pozostaje daleka od poziomów wskazujących na przegrzanie i oferuje atrakcyjną premię wynikającą z potencjalnego domknięcia dyskonta względem innych rynków wschodzących. Z drugiej strony, bardzo silne zachowanie giełdy w pierwszym półroczu może skłonić część inwestorów, zwłaszcza zagranicznych, do realizacji zysków. W połączeniu z potencjalną podażą akcji oraz rosnącą niepewnością, skłania nas to do bardziej zrównoważonego spojrzenia na krajowy rynek akcji niż miało to miejsce pod koniec 2024 roku. Z tego względu, na drugie półrocze 2025 roku przyjmujemy neutralne nastawienie do rodzimego rynku akcji.

² <https://budgetlab.yale.edu/research/state-us-tariffs-july-7-2025>

Prognozy, szanse, ryzyka



Łukasz Kwiecień

Dyrektor
 ds. komunikacji inwestycyjnej
 Departament Zarządzania Aktywami

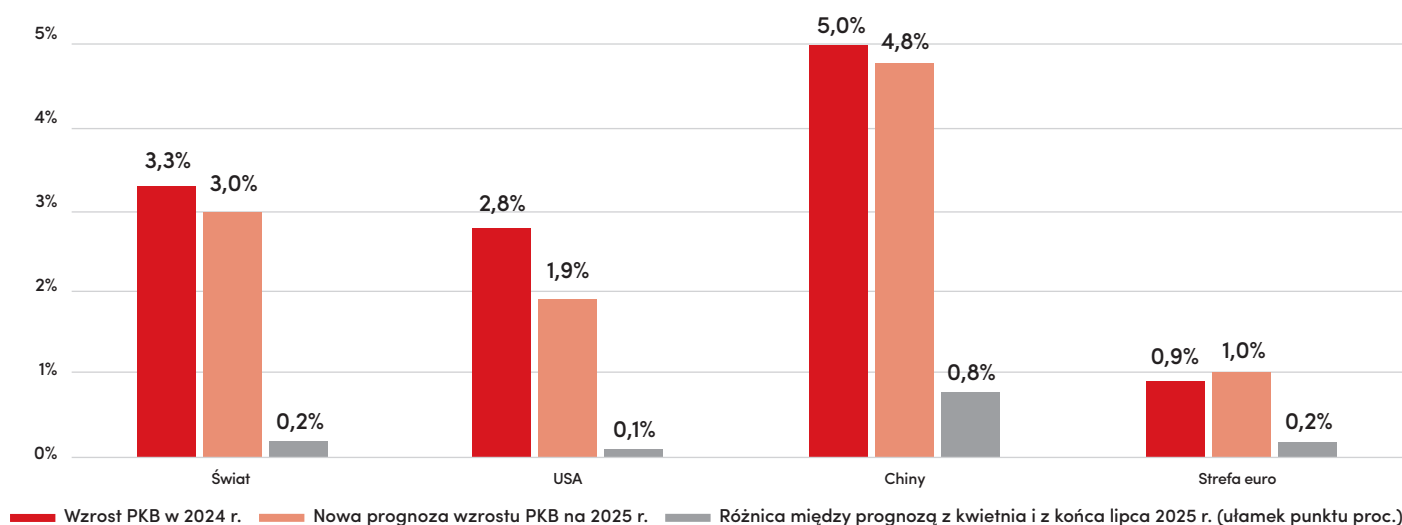
Nieźle namieszało pierwsze półrocze 2025 r. w starannie prowadzonych, zawiłych arkuszach prognoz makroekonomicznych globalnych instytucji – zarówno tych niekomercyjnych, jak i żyjących z owego prognozowania. Zamęt w geopolityce i niezwykle agresywne, acz zmienne działania administracji amerykańskiej – z wpływem na cały świat – uczyniły z pracy prognozistów zawodowy koszmar. Księga globalnych ryzyk, niestety, nijak nie chce chudnąć.

Pracujesz na rynku. Budzisz się i pierwsze, co sprawdzasz, to nie jakieś tam przyjemne komunikaty czy wyniki spółek lub nowe odczyty danych makroekonomicznych. Przede wszystkim, z drżeniem serca, to co powiedział (wykrzyczał, napisał...) prezydent USA. Czy nałożył jakieś nowe cła? A może zawiesił, te które właśnie wprowadził dzień wcześniej? A może je właśnie podwyższył? I to z charakterystycznym dla niego „przytupem” – nie o jakieś tam marne pojedyncze punkty, ale o dziesiątki punktów procentowych? O totalnej zawierusze wewnątrz kraju i o momentami szokującej polityce zagranicznej już nawet nie wspominając. Dla inwestorów jednak to cła, relacje handlowe i ich rynkowe konsekwencje wydawały się i wciąż są najważniejsze. Dla prognozistów zaś to wielki ból głowy. Bo jak uwzględnić w rozbudowanych arkuszach kalkulacyjnych efekty decyzji, o których nie wiadomo, czy faktycznie pozostaną, na jak długi okres i czy w ogóle? To nie jest scenariusz

jakieś „rolki” na social media, ale realia rynku finansowego i kapitałowego pierwszego półrocza 2025 r. I pokazuje też wyzwania przed jakimi stali i stoją progności.

Efektom wspomnianych wydarzeń było falowanie nastrojów inwestorów i prognozistów w pierwszym półroczu. W analizach może nie było aż takiej huśtawki, jak na giełdach (zwłaszcza biorąc pod uwagę gwałtowne przyspieszenie korekty w USA na początku kwietnia a potem równie dynamiczne odreagowanie), ale widoczne były wyraźne rozterki analityków. Nie wchodząc w szczegóły sekwencji zdarzeń można opisać w kilku zdaniach. Wybór Donalda Trumpa i jego publiczne zapowiedzi istotnej zmiany polityki ekonomicznej i – de facto – zagranicznej USA oczywiście były brane pod uwagę przez prognozistów jeszcze zimą 2024/2025 roku. Jednak siła oraz nieprzewidywalność, z jaką Trump zaczął działać już jako prezydent zaskoczyła chyba większość „urabiaczy” liczb.

**Prognozy tempa wzrostu gospodarczego (PKB) z lipcowego raportu WEO (World Economic Outlook)
 Międzynarodowego Funduszu Walutowego**



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych MFW / IMF, World Economic Outlook Update, July 2025, www.IMF.org



Nagle w skomplikowanych modelach i arkuszach kalkulacyjnych zaroilo się od nieprzewidywalnych zmiennych. Z uwagi na potęgę samej gospodarki USA, jak i olbrzymi wpływ wspomnianych wcześniej decyzji prezydenta USA np. na handel międzynarodowy, te gwałtowne zmiany mogły i nadal mogą wywołać spore wstrząsy w światowej gospodarce. Z konsekwencjami właśnie dla prognoz makro, a tym samym, np. dla oceny możliwości wydawania pieniędzy przez konsumentów, czy ich zarabiania przez firmy. I to, w praktyce, na całym świecie.

O tym, że cła będą istotne także dla prognoz wiedzano od dawna. Jednak spektakularne ogłoszenie cel na wszystko i dla wszystkich na początku kwietnia 2025 r. chyba mocno przstraszyło nawet analityków – twardzieli. Zasięg i skala tych rozmaitych cel przeszły wcześniejsze wyobrażenia. Jak podsumował to bardzo dobitnie raport Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW, International Monetary Fund – IMF, „World Economic Outlook”) z kwietnia, cła zapowiedziane 2 kwietnia 2025 r. przez prezydenta USA podwyższyły efektywną stawkę owych „taryf” do poziomu najwyższego od wieku. Jak wówczas stwierdzali analitycy MFW, już sam ten ruch byłby „szokiem dla wzrostu” (gospodarczego). Ekonomiści MFW zwracali uwagę, że negatywny skutek ma też sama nieprzewidywalność, w jakim owe nowe polityki były przedstawiane, a nieprzewidywalność to ryzyko dla biznesu i konsumentów. W tym samym raporcie IMF zwracano uwagę, że wspomniana nieprzewidywalność czyni przygotowywanie spójnych prognoz zadaniem trudniejszym niż zwykle. W aktualizacji prognoz z końca lipca 2025 r. MFW kosmetycznie podwyższył prognozy dla świata a znacząco – tylko dla Chin.

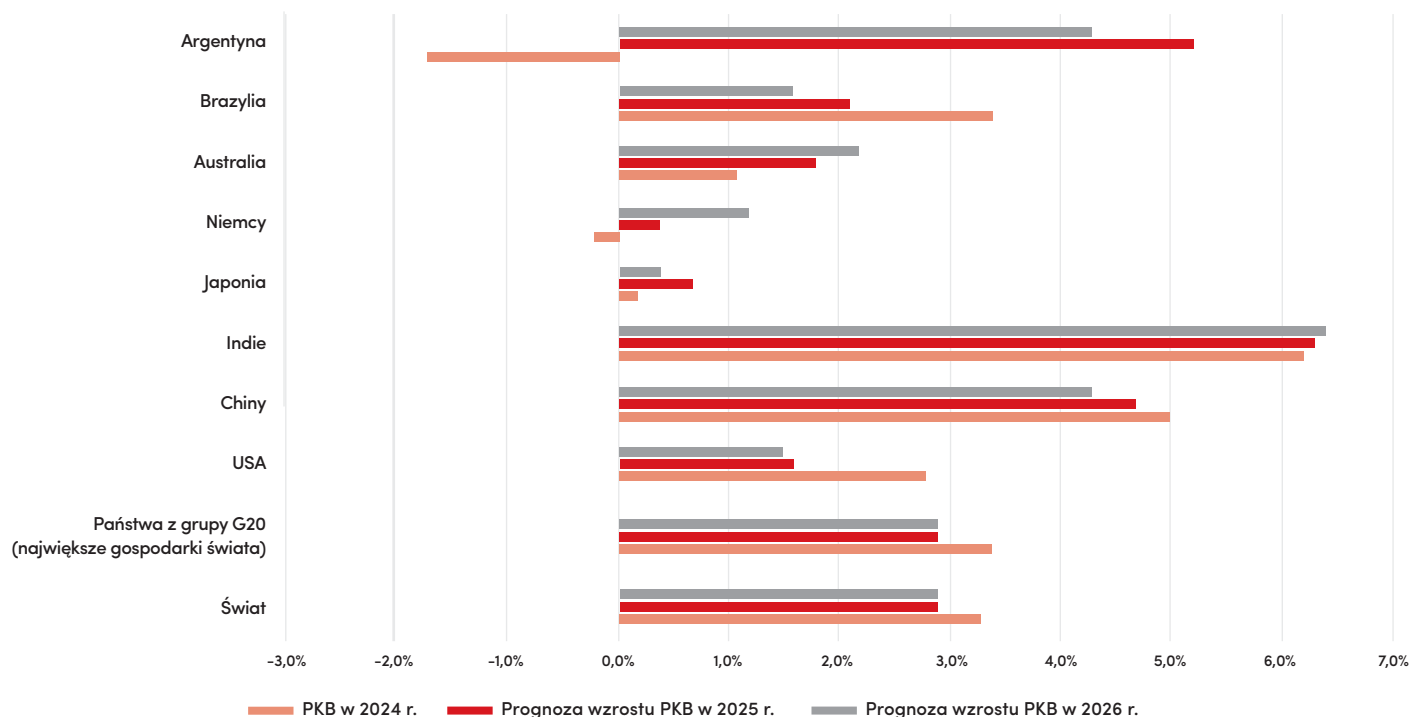
Jak się okazało, ta nieprzewidywalność dała popalić prognozom bardzo szybko. Najpierw wspomniana agresywność zapowiedzianych cel sprawiła, że w opiniach analityków na świecie pojawiły się wątpliwości co do losów koniunktury – właściwie wszędzie, choć w bardzo różnym stopniu. Spodziewano się np. że horrendalne, licytowane chwilowo, niczym w jakiejś grze hazardowej, stawki cel w handlu USA z Chinami handel ten zwyczajnie zamordują. Media udostępniły szokujące wyliczenia, ile będą musiały podrożeć importowane towary z Chin, skoro nałożone na nie miałyby być cła mocno przekraczające poziom stu procent. Pojawiły się więc obawy o gwałtowne osłabienie tempa wzrostu w USA (a nawet o recesję) i oczywiście obniżenie tempa wzrostu w Chinach. Znaczące osłabienie handlu z USA wymusiłoby szukanie zbytu na towary na innych rynkach, co mogłoby skomplikować sytuację producentów podobnych dóbr w krajach „załanych” eksportem z Chin i Azji. Odbiło się to na opiniach o nieuchronności redukcji prognoz wzrostu

i komplikacji ścieżek inflacji. Zrobiło się dość ponuro, ale rzeczywistość znowu zaskoczyła. Tym razem in plus, bo bardzo szybko administracja amerykańska zaczęła naciskać na nowe umowy handlowe, zawieszając część cel. Ulga prognozów była oczywista, choć znowu nie aż taka wielka, jak wzrostowe odreagowanie na rynkach akcji wiosną i wczesnym latem 2025 r.

Gdzie obecnie znajdujemy się w kontekście prognoz na przełomie półrocza? Z pozoru wiemy więcej, ale... No właśnie, tu znowu konieczne zastrzeżenie – w lipcu pojawiły się informacje sugerujące, że umowy handlowe muszą być wypracowane do sierpnia. A jeśli nie, to USA „aktywuje” wyższe stawki celne (co wywoła zapewne odwetowe działania poszkodowanych tym państw i regionów). Czy tak będzie? Tego dowiemy się już pod publikacji naszego raportu, a będzie to miało bardzo duże znaczenie dla perspektyw światowego handlu i aktywności gospodarczej.

Na razie więc pozostaje nam bazować na dotychczas dostępnych analizach. W miarę aktualne i renomowane prognozy globalne dostępne w czerwcu 2025 r. to np. „Economic Outlook” autorstwa analityków OECD (Organisation for Economic Cooperation and Development, po polsku: Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju). I tu również znajdziemy istotną uwagę, że główne ryzyka dla prognozy to m.in. ewentualna dalsze eskalacja lub nagłe zmiany w polityce handlowej. Jak widać, przy tej zmienności decyzji i sytuacji bez zastrzeżeń ani rusz. Co pocieszające, mimo nawału wydarzeń i zagrożeń np. prognoza globalnego wzrostu gospodarczego została zredukowana w niewielkim stopniu do +2,9% (z wcześniejszych +3,1%) dla roku 2025 i także do +2,9% (z wcześniejszych +3,0%) dla roku 2026. To oznaczałoby zauważalne osłabienie tempa wzrostu światowego PKB z +3,4% za rok 2024, ale biorąc pod uwagę dramatyzm wydarzeń pierwszego półrocza 2025 r. to byłby dość łagodny wymiar kary. Liderami tempa wzrostu na świecie w latach 2025 i 2026 mają być Indie (ponad 6% wzrostu PKB rocznie), Indonezja (blisko 5%) i Chiny (niemal pięć i ponad cztery procent). Jak zauważono w raporcie, osłabienie tempa wzrostu byłoby skoncentrowane w USA, Kanadzie, Meksyku i w Chinach (będąc nadal jednym z liderów wzrostu odnotowałyby wyniki gorsze niż jeszcze w 2024 r., aczkolwiek sami Chińczycy chwalili się szybszym od oczekiwań tempem wzrostu PKB za drugi kwartał br.). Oczywiście pamiętajmy, że jak zastrzegają autorzy raportu, prognozy te bazowały na założeniu utrzymania stawek celnych z połowy maja br. Tymczasem, ogłaszane z wielką pompą pod koniec czerwca, kolejne sygnały „dogadywania się” USA i Chin sugerowały, że możliwe jest jakieś bardziej racjonalne porozumienie. Jedno jest pewne – musimy być gotowi na kolejne weryfikacje prognoz. Oby – w kategorii wzrostu gospodarczego – w górę.

Prognozy wzrostu gospodarczego (PKB) wybranych państw i obszarów gospodarczych według czerwcowego raportu OECD (Economic Outlook) – w %, „rok do roku”



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie: OECD Economic Outlook, Volume 2025 issue 1, www.oecd.org.

To, czy pojawi się szansa na poprawę prognoz makroekonomicznych dla świata, zależy nie tylko od cel, handlu i prezydenta Donalda Trumpa (choć akurat od niego zależy dalece więcej niż tylko cła). Niestety, zmiennych i zagrożeń dla prognoz jest bez liku. Globalna księga ryzyka nie chce chudnąć. Wręcz przeciwnie. Pojawiają się wciąż kolejne jej rozdziały. Np. mimo nagłaśnianych przez Donalda Trumpa zamiarów „czynienia” pokoju, w pierwszym półroczu mieliśmy ich eskalację. Pod koniec czerwca, można było mieć jakąś nadzieję, że amerykańskie wejście do wojny Izraela z Iranem i spektakularny atak na irańskie instalacje przyniesie paradoksalnie szansę na zatrzymanie tego wybuchu niszczącej nienawiści. Nie rozwiązuje to jednak np. tragicznej sytuacji Strefy Gazy. Powstaje pytanie: czy zatrzymanie wojny Izraela z Iranem okaże się trwałe?

Z naszej perspektywy, koszmarem – z uwagi na zwykłe odczucia ludzkie, ale i zagrożenie dla naszego bezpieczeństwa – jest wręcz zaostrzająca się wojna w Ukrainie. Ośmielony zastanawiająco długo ciepłymi względami Trumpa, Putin masakrował ukraińskie miasta i wsie. Związane – znowu – ze startem prezydentury Trumpa, nadzieje z przełomu 2024 i 2025 – na przyspieszenie jakiegoś, nawet ułomnego, procesu rozjemczego, czy pokojowego, spaliły na panewce.

Choć temat rozmów wraca co jakiś czas, to pod koniec półroczna 2025 i na początku drugiego, rzeczywistość wyglądała po prostu tragicznie. Znakiem tego były masowe rosyjskie naloty i bombardowania terytorium ukraińskiego, w których brało udział jednocześnie np. wiele setek dronów i rakiet...

Tak, wiem, wiem – ktoś może powiedzieć (i może będzie miał trochę racji), że im dłużej trwają wojny (te najstraszniejsze – krwawe, ale i te handlowe, także niszczące życie ludzi) i globalne huragany (w sensie przenośnym i dosłownym), tym bardziej przyzwyczajają się do nich rynki. Nie zmienia to jednak faktu, że to realne ryzyko. Trudno wyznaczyć granice, po przekroczeniu której jakieś zjawisko (wojna lokalna, katastrofa pogodowa, humanitarna) staje się zabójcze dla rynków. Tym trudniejsze zadanie dla prognostów i speców od ryzyka, gdyż sytuację trzeba obserwować non stop. By czegoś istotnego w tym zalewie informacji i szumie dezinformacyjnym nie przegapić.

Podsumowanie



Jacek Babiński, CFA

Wiceprezes Zarządu
odpowiedzialny za Pion Zarządzania Aktywami

POLSKIE PAPIERY DŁUŻNE KRÓTKOTERMINOWE

- Naszym zdaniem, choć spadek krótkoterminowych stóp procentowych obniża nominalny potencjał tego segmentu rynku, to szybszy od prognoz spadek inflacji sprawia, że realne, czyli liczone z uwzględnieniem przyszłej inflacji, rentowności zmiennokuponowych papierów dłużnych pozostają atrakcyjne. Naszym zdaniem, stopy procentowe powinny nadal spadać. Zakładamy, że stopy pozostaną realnie dodatnie, co stworzyłoby w drugim półroczu tego roku korzystne warunki dla oszczędzających i inwestujących.

POLSKIE OBLIGACJE SKARBOWE

- Kluczową dla rynku kwestią jest szybszy i mocniejszy od oczekiwań spadek inflacji (możliwe obniżenie CPI do celu NBP jeszcze latem br.). Mimo przejściowych zawirowań na rynkach globalnych i lokalnych napięć politycznych, druga połowa roku 2025 zapowiada się wg nas na nadal sprzyjający czas dla obligacji długoterminowych.

POLSKIE OBLIGACJE KORPORACYJNE

- Dość ograniczone spready, czyli premie ponad dochodowość papierów skarbowych, sprawiają, że polskie obligacje, mimo nieco lepszej rentowności od papierów skarbowych, nie zachęcają do zwiększania zaangażowania w nie, ale w naszej ocenie, pozostają dobrym elementem zdywersyfikowanego portfela.

POLSKIE OBLIGACJE SAMORZĄDOWE

- Podobnie jak w przypadku papierów firm, spready na rynku obligacji samorządowych nie skłaniają do zwiększania zaangażowania. Pozostają jednak według nas dobrym elementem zróżnicowanego portfela. Reforma finansowania samorządów sprawiła, że poprawia się jakość emitentów. Brakuje jednak nowych emisji.

PORTFELE KRÓTKOTERMINOWYCH AMERYKAŃSKICH OBLIGACJI RZĄDOWYCH

- Mimo spadku stóp procentowych Fed (i niewykluczonych kolejnych obniżek) krótkoterminowe stopy procentowe stwarzają nadal dobre warunki do inwestowania w portfele krótkoterminowych obligacji rządu amerykańskiego.

Stąd nasze nastawienie do tego segmentu pozostaje pozytywne w perspektywie drugiego półrocza 2025 roku, ale niezmiennie zwracamy uwagę na ryzyko walutowe wynikające zwłaszcza z obserwowanego zmiennego kursu dolara.

DŁUGOTERMINOWE AMERYKAŃSKIE OBLIGACJE RZĄDOWE

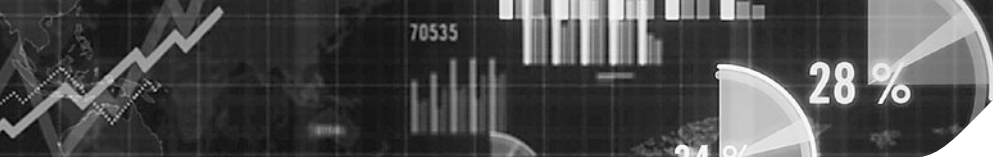
- Notowania długoterminowych obligacji amerykańskich może wspierać perspektywa kolejnych cięć stóp Fed, słabszy wzrost gospodarczy i ewentualne pogarszanie sytuacji na rynku pracy. Czynnikiem ryzyka pozostaje nieprzewidywalność polityki Donalda Trumpa i nagłe zmiany jego decyzji (wywołujące znaczące ruchy na rynkach). Mimo medialnie nagłaśnianych cięć części wydatków budżetowych, problemem pozostaje wysoki dług publiczny i deficyt budżetowy, zwłaszcza po przyjęciu bardzo kontrowersyjnej wielkiej ustawy wydatkowej. Realna rentowność tych obligacji pozostaje wg nas nadal atrakcyjna, stąd takie nastawienie. Należy jednak mieć na względzie ryzyko walutowe – dość istotnie zmieniające w bieżącym roku notowania dolara.

ZACHODNIOEUROPEJSKIE OBLIGACJE RZĄDOWE

- Cykl obniżania stóp przez Europejski Bank Centralny zbliża się ku końcowi. Ożywienie w gospodarce europejskiej, przynajmniej na razie, pozostaje raczej ograniczone, a dane były zaburzone zamieszaniem z wojną handlową. Z narracji EBC z czerwca 2025 r. wynika, że ryzyka inflacyjne są ograniczone, a poziom inflacji powinien spadać w kolejnych miesiącach. Takie otoczenie powinno podtrzymywać notowania tych obligacji.

GLOBALNE OBLIGACJE KORPORACYJNE

- Drastyczne decyzje ekipy Trumpa dotyczące cel oraz ich gwałtowne zmiany prowokowały wiosną 2025 r. znaczące wahania na rynku globalnych „korporatów”. Wynikało to z szybko zmieniających się ocen perspektyw koniunktury gospodarczej, stóp procentowych Fed oraz kondycji firm. Per saldo jednak w czerwcu sytuacja wróciła do stanu zbliżonego do tego sprzed kwietniowo-majowej huśtawki nastrojów. Biorąc pod uwagę obecny stan wiedzy, pod-



trzymujemy nasze pozytywne nastawienie wobec globalnych obligacji korporacyjnych. Patrząc przez pryzmat relacji potencjału zysku do ryzyka bardziej korzystnie prezentują się obligacje o ratingu inwestycyjnym (ang. investment grade). Należy jednak zauważyć, że – przy świadomości zdecydowanie wyższej zmienności (wahania wycen) – godny odnotowania jest także potencjał bardziej ryzykownego segmentu obligacji wysokodochodowych (High Yield). Wybór konkretnego segmentu i jego udziału w zdywersyfikowanym portfelu musi oczywiście być decyzją inwestora i wynikać z jego faktycznego profilu i akceptacji ryzyka.

POLSKI RYNEK AKCJI

- Nadal dostrzegamy przewagę krajowego rynku akcji nad rynkami ościennymi, czy innymi rynkami rozwijającymi się. To m.in. wspierające otoczenie makroekonomiczne i dobre pozycjonowanie polskiej gospodarki względem oczekiwanego „stimulusa” fiskalnego w Europie Zachodniej, w szczególności w Niemczech. Utrzymuje się nadal dyskonto w wycenie WIG do innych rynków rozwijających się. Relatywnie silny pozostaje konsument krajowy. Z drugiej strony, znakomite zachowanie naszego rynku akcji od początku 2025 r. oraz pojawienie się nowych czynników ryzyka skłaniają nas do zmiany naszego nastawienia na neutralne. Nadal pozostajemy konstruktywnie nastawieni do rodzimego rynku, jednak saldo szans i czynników ryzyka, wydaje się nam być zbilansowane. Nie możemy wykluczyć, że dla części inwestorów zagranicznych, tak okazałe wyniki odnotowane od początku 2025 r., mogą stanowić dość silny argument za choćby częściową realizacją zysków.

GLOBALNE RYNKI AKCJI

- Pomimo dużej zmienności w pierwszej połowie 2025 roku, jesteśmy umiarkowanie pozytywnie nastawieni do wybranych segmentów rynku akcji, podkreślając jednak konieczność uważnej selekcji tematów, branż i spółek do portfela. Fundamenty firm pozostają zdrowe – bez jasnych oznak recesji. W drugiej połowie 2025 roku zyskom firm w USA mogą pomagać niższe ceny energii, niższe podatki oraz

potencjalnie mniejsze regulacje w sektorze finansowym. Kolejnym czynnikiem wspierającym rynek akcyjny może być rekordowa kwota środków ulokowanych obecnie w funduszach pieniężnych w USA. Pieniądze te mogłyby zacząć trafiać na szerszy rynek – wraz z możliwymi obniżkami stóp procentowych. Preferowane przez nas połączenie strategii dywidendowych i megatrendowych (szukanie atrakcyjnych spółek realizujących wiodące w świecie tematy biznesowe) to nasz pomysł na inwestycyjną ofensywę (megatrendowe), z jednoczesnym staraniem o ograniczenie ryzyka zmienności (dywidendowe).

RYZYKA

- Lista globalnych i lokalnych ryzyk – dla gospodarek i rynków – niestety wcale się nie skraca. Opanowanie inflacji to sukces, ale zawsze pojawia się pytanie o trwałość obecnych trendów. Banki centralne muszą zwracać uwagę na spory wzrost wydatków rządów, częściowo nieuchronnych, np. związanych z nakładami na wojsko. Zawieruchy geopolityczne mogą wpływać zniechęcająco na przedsiębiorców, konsumentów i inwestorów. Brak przewidywalności polityków i czasem ich zupełnie zaskakujące działania – czego przykładem jest największa gospodarka świata – także utrudniają działanie. Dla nas w Polsce, poza lokalnymi napięciami politycznymi, głównym problemem pozostaje wojna w Ukrainie. Jest ona dla nas tragedią ludzką, zagrożeniem fizycznym, w czarnym scenariuszu – ryzykiem wzrostu napływu uchodźców i – w każdej wersji – olbrzymim, choć chyba nie do końca uświadamianym, gigantycznym kosztem finansowym. Tym bardziej jednak możemy być dumni z tego, że mimo koszmarnych okoliczności, Polska, na tle Zachodu, rozwija się w bardzo dobrym tempie.

My, w Pekao TFI, obserwujemy sytuację cały czas. Zarządzający reagują na zmieniające się okoliczności, starając się wyważyć potencjał szans i skalę ryzyka. A przemyśleniami, co z tego wynika dla inwestycji, staramy się dzielić w Państwie na bieżąco. Nasze analizy i komentarze znajdują Państwo na naszej stronie internetowej www.pekaotfi.pl i na profilu firmowym w serwisie LinkedIn.

UWAGA: Tekst uwzględnia naszą wiedzę oraz stan gospodarek i rynków na początek lipca 2025 r. Zarówno nasze poglądy na rynek, jak i nastawienia, mogą ulec zmianie – w zależności od wydarzeń w gospodarkach, polityce i na rynkach.

Inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykami. Istotne rodzaje ryzyk funduszy/subfunduszy Pekao TFI: stopy procentowej, rynku akcji, cen instrumentów kredytowych, koncentracji, kontrahenta, walutowe, dźwigni finansowej, płynności, operacyjne. Dla konkretnych funduszy/subfunduszy mogą występować specyficzne ryzyka właściwe tylko dla tych funduszy/subfunduszy. Opis ryzyk danego funduszu/subfunduszu znajduje się w prospekcie informacyjnym oraz Dokumencie zawierającym kluczowe informacje.

Słowniczek

Analiza fundamentalna – jest jedną z podstawowych technik badania rynku kapitałowego czy spółek w oparciu o dane fundamentalne (np. analizę makrootoczenia, analizę sektora, w których działalność prowadzi spółka, analizę ogólnej sytuacji spółki, analizę finansową spółki) oraz dokonuje się wyceny spółki.

Cykl koniunkturalny – zmiany ogólnego poziomu aktywności gospodarczej (stanu gospodarki) zachodzące w miarę systematycznie w długim okresie obserwacji. Na cykl koniunkturalny składają się z reguły cztery kolejne fazy: ożywienie, boom, spowolnienie, recesja.

Duracja (z angielskiego: *duration*) – gdzie jednostką miary jest czas, w latach. Duracja wskazuje na średni ważony przepływami odsetkowymi okres oczekiwania na wpływ środków pieniężnych z obligacji. W wielkim uproszczeniu jest to średni okres zwrotu, po jakim odzyskamy pieniądze włożone do danej inwestycji. Im wyższa duracja (czyli wyższy średni okres zwrotu zainwestowanych środków), tym zazwyczaj większe wahania ceny. Obligacje z wyższą duracją oferują zazwyczaj większą rentowność. Z drugiej strony duracja po modyfikacji (skorygowaniu o rentowność) jest miarą wrażliwości zmian ceny obligacji na zmiany rynkowych stóp procentowych. Określenie tego pozwala na uporządkowanie obligacji ze względu na ryzyko stopy procentowej. Im dłuższe *duration*, tym większa zmiana ceny danej obligacji przy zmianie poziomu stóp, wg zasady: stopy rosną – cena obligacji spada i odwrotnie.

EPS (z angielskiego: *earnings per share*) – jeden z bardziej popularnych wskaźników stosowanych przy analizie notowanych na giełdzie spółek, określający udział zysku przypadającego na jedną akcję. Jest on liczony jako podzielenie zysku netto danego okresu przez liczbę wyemitowanych akcji.

Fed – System Rezerwy Federalnej, czyli bank centralny Stanów Zjednoczonych. Potoczna nazwa Fed to skrót z języka ang. od pierwszego członu nazwy „*Federal Reserve System*”. Fed nie ma właściciela, jest instytucją niezależną (a przynajmniej formalnie). Z kolei za kształtowanie poziomu stóp procentowych w USA odpowiada Federalny Komitet ds. Otwartego Rynku (z angielskiego: *Federal Open Market Committee, FOMC*).

Inflacja bazowa – miara wzrostu cen prezentująca kształtowanie się inflacji po wyłączeniu zmian uznawanych za pozostające poza oddziaływaniem polityki pieniężnej. Najpopularniejsze wyłączenie obejmuje ceny żywności i energii.

Inflacja CPI (z angielskiego: *Consumer Price Index*) – to najpopularniejszy wskaźnik inflacji i deflacji – pokazujący zmiany cen towarów i usług konsumpcyjnych, obliczany na podstawie średniej ważonej cen towarów i usług nabywanych przez przeciętne gospodarstwo domowe.

ISM oraz PMI – ISM to wskaźnik wyprzedzający obrazujący aktywność w sektorze przedsiębiorstw przemysłowych. Jest on ogłaszany przez amerykański Institute for Supply Management. Jego europejski odpowiednik nosi nazwę PMI. Jak interpretować jego wartość? Wartość wskaźnika powyżej 50 oznacza rozwój gospodarczy, natomiast wartość poniżej 50 oznacza dekoniunkturę gospodarczą.

Job Openings and Labor Turnover Survey – badanie ofert pracy i rotacji pracowników (JOLTS) to comiesięczny raport amerykańskiego Biura Statystyki Pracy (BLS) Departamentu Pracy Stanów Zjednoczonych, w którym zlicza się wolne miejsca pracy i odejścia, w tym liczbę pracowników dobrowolnie rezygnujących z pracy. BLS przeprowadza ankietę wśród ponad 20 000 firm i urzędów rządowych, aby oszacować liczbę wolnych miejsc pracy, zatrudnień i odejść w USA uwzględnionych w miesięcznym raporcie o zatrudnieniu.

Krzywa dochodowości – najbardziej popularna dotyczy obligacji rządowych. W uproszczeniu obrazuje ona rentowność obligacji (o zbliżonym ryzyku), ale o różnym terminie zapadalności. Przedstawia zatem wartości rentowności dla obligacji o krótkich terminach zapadalności (rok, dwa lata) aż do tych najdłuższych (dziesięć a czasami nawet i 50 lat). Krótki koniec krzywej rentowności znajduje się po lewej stronie wykresu. Reprezentuje rentowność obligacji o krótkich terminach. Natomiast „długi koniec” – po przeciwnej. Zazwyczaj rentowności krótkich obligacji są niższe niż tych dłuższych. Połączenie tych wartości daje linię wznoszącą się z lewej strony ku prawej. Wyplaszczenie krzywej rentowności w uproszczeniu ma miejsce, gdy rentowności na „krótkim końcu”, są na zbliżonym poziomie jak na długim. Linia staje się bardziej płaska. Mówiąc z kolei o stromieniu, mamy na myśli sytuację, gdy linia staje się bardziej stroma, czyli wartości rentowności na długim końcu krzywej stają się relatywnie wyższe niż na krótkim końcu.

MSCI EM (MSCI Emerging Markets) – indeks odwzorowujący stopy zwrotu cen akcji dużych i średnich spółek z 24 krajów rozwijających się (tzw. Emerging Markets), obliczany i publikowany przez MSCI.

MSCI World – globalny indeks, który odwzorowuje stopy zwrotu cen akcji dużych i średnich przedsiębiorstw z 23 rynków rozwiniętych, obliczany i publikowany przez MSCI.

Nearshoring – przenoszenie produkcji bliżej docelowego rynku zbytu.

Obligacje high yield (obligacje wysokodochodowe) – potocznie o korporacyjnych dłużnych papierach wartościowych, które przynoszą wyższe oprocentowanie, ponieważ mają niższy rating kredytowy (poziom spekulacyjny) niż obligacje o ratingu inwestycyjnym.

OECD Total Composite leading indicator – jest to wskaźnik wyprzedzający, który ma na celu dostarczenie wczesnych sygnałów o punktach zwrotnych w cyklach koniunkturalnych. Pokazuje on wahania aktywności gospodarczej wokół jej długoterminowego poziomu potencjału (czyli wartości 100). Jego konstrukcja koncentruje się na punktach zwrotnych (szczytach i spadkach). Pokazuje on kierunki zmian – a nie ich zakres wartościowy.

PKB (Produkt krajowy brutto) – przedstawia sumę wartości dóbr i usług finalnych wytworzonych na terenie danego państwa w określonej jednostce czasu (najczęściej w ciągu roku). Wzrost realnego produktu krajowego brutto stanowi miarę wzrostu gospodarczego.

Presja inflacyjna – sytuacja w gospodarce danego kraju, w którym bardziej prawdopodobny jest wzrost inflacji niż jej obniżenie. Może ona wynikać np. z wzrostu płac lub produktów. Często jej mechanizm w warunkach ożywienia gospodarczego jest interpretowany poprzez wzrost optymizmu konsumentów związany z owym ożywieniem gospodarczym i oczekiwanym wzrostem dochodów gospodarstw domowych. To powoduje zwiększenie popytu konsumpcyjnego (ludzie więcej kupują), umożliwiając podwyższenie cen produktów finalnych przez przedsiębiorstwa bez obaw o zmniejszenie popytu na te produkty (skoro jest tak wielu chętnych to jeśli będzie drożej i tak uda nam się sprzedać ile zamierzamy, nawet jeśli część z klientów zrezygnuje).

Rating obligacji – ocena wiarygodności kredytowej będącej miarą ryzyka związanego z inwestycją w papiery dłużne emitenta. Rating nadawany jest przez agencję ratingową na podstawie oceny ryzyka ekonomicznego, politycznego i społecznego. Głównymi agencjami ratingowymi są: Fitch, Moody's i S&P.

	Rating
Rating inwestycyjny	AAA
	AA+
	AA
	AA-
	A+
	A
	A-
	BBB+
	BBB
	BBB-
Rating nieinwestycyjny	BB+
	BB
	BB-
	B+
	B
	B-
	CCC
	CC
	C
Emitent w upadłości	D

Źródło: Bloomberg, rating S&P

RPP – Rada Polityki Pieniężnej jest organem NBP. W skład Rady Polityki Pieniężnej wchodzi Przewodniczący Rady, którym jest Prezes NBP oraz 9 członków, powoływanych w równej liczbie przez: Prezydenta RP, Sejm RP i Senat RP. Odpowiada ona m. in. za założenia polityki pieniężnej w Polsce oraz ustala wysokość stóp procentowych NBP.

Spread kredytowy – w uproszczeniu spread kredytowy jest interpretowany jako różnica rentowności pomiędzy wskazanym instrumentem dłużnym, a instrumentem nieobciążonym ryzykiem (co ważne, o podobnym terminie zapadalności). Na rynku obligacji euroowych za instrument nieobciążony ryzykiem (wolny od ryzyka) uznawana jest np. niemiecka obligacja skarbową, z kolei w przypadku obligacji dolarowych – amerykańska. Zawężanie spreadów polega na zmniejszeniu się różnicy.

Sektor cykliczny – definiowane są jako te, które podążają za trendami w całej gospodarce. W konsekwencji sprawia to, że ceny akcji spółek wchodzących w ich są wrażliwe na zmiany tempa aktywności gospodarczej. Sektory cykliczne to np. samochodowy, lotniczy, hotelarski, reklamowy.

Spółki typu „value” – najczęstszym podziałem spółek jest podział na „value” oraz „growth”. Spółki typu value charakteryzują się wysokim poziomem wypłacanej dywidendy. Wypłacają zyski regularnie, ich akcje nabywane są najczęściej przez inwestujących długoterminowo. Spółki typu growth to zazwyczaj młode firmy. Często też z dużym potencjałem do wzrostu. Rzadko wypłacają dywidendy. Ich strategia zazwyczaj polega na reinwestowaniu zysków, co przekłada się na dynamiczny rozwój. Po akcje spółek typu growth sięgają inwestujący z nastawieniem na wzrost cen akcji, a nie uzyskanie dywidendy.

Trader – osoba, która zawiera transakcje instrumentami, takimi jak np. akcje, obligacje czy kontrakty terminowe.

Wskaźnik cena/zysk (z angielskiego: P/E) – jeden z najpopularniejszych wskaźników oceny atrakcyjności akcji spółki. Oblicza się go dzieląc cenę rynkową jednej akcji przez zysk netto przypadający na jedną akcję.

Wskaźnik cena/wartość księgową (z angielskiego: P/BV) – wskaźnik informujący o bieżącej wycenie przez rynek wartości księgowej, czyli różnicy pomiędzy aktywami bilansowymi a zobowiązaniami ogółem, danej spółki giełdowej. W największym skrócie wskaźnik informuje inwestorów ile trzeba obecnie zapłacić na giełdzie za majątek firmy. Jeżeli P/BV spółki A wynosi 0,80 znaczy to, że jedną złotówkę jej majątku można kupić za 80 groszy.

Informacja prawna

Niniejszy materiał nie stanowi oferty w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny, jak również usługi doradztwa inwestycyjnego oraz udzielania rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych lub ich emitentów w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi ani usługi doradztwa prawnego i podatkowego. Treści zawarte w materiale nie spełniają definicji badań inwestycyjnych, o których mowa w art. 36 ust. 1 pkt a) i b) 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. Materiału nie należy traktować jako informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną i rekomendacji inwestycyjnej opisanych w art. 3 ust. 1 pkt 34) i 35) rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 roku w sprawie nadużyć na rynku. W materiale wykorzystano źródła informacji, które Pekao TFI S.A. analizując z najwyższą starannością, uważa za rzetelne i wiarygodne. Nie istnieje jednak gwarancja, iż są one w pełni wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Jeżeli w materiale zawarte są hiperłącza do serwisów internetowych niebędących własnością Pekao TFI S.A., Pekao TFI S.A. nie ponosi odpowiedzialności za zawartość oraz dostępność tych serwisów. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym materiale wyrażają wyłącznie opinię ich autora. Powielanie, publikowanie bądź rozpowszechnianie w jakikolwiek inny sposób całości lub części materiału bez zgody Pekao TFI S.A. jest zabronione.

UWAGA! Indywidualna stopa zwrotu z inwestycji nie jest tożsama z wynikiem inwestycyjnym funduszu/subfunduszu i jest uzależniona od dnia zbycia oraz dnia odkupienia jednostek uczestnictwa, a także od wysokości pobranych opłat manipulacyjnych i opłat za zarządzanie, które obniżają wartość inwestycji, kategorii jednostek uczestnictwa oraz mogących ulec zmianie obowiązków podatkowych obciążających uczestnika, w szczególności wysokości podatku od dochodów kapitałowych. W przypadku odkupienia jednostek uczestnictwa (zarówno w PLN jak i w walutach obcych) podstawą do naliczenia podatku od zysków kapitałowych jest kwota ustalona w PLN. Wysokość i zasady ustalania i pobierania wskazanych opłat zawiera prospekt informacyjny. Stawki opłaty manipulacyjnej określane są w tabeli opłat manipulacyjnych udostępnianej przez prowadzącego dystrybucję. Każdy prowadzący dystrybucję posiada odrębną tabelę opłat manipulacyjnych i ma prawo do obniżenia wysokości opłaty manipulacyjnej lub zwolnienia z obowiązku jej ponoszenia. Historyczne wyniki inwestycyjne nie są gwarancją osiągnięcia podobnych w przyszłości. Fundusz inwestycyjny nie gwarantuje realizacji założonego celu inwestycyjnego ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Uczestnik funduszu inwestycyjnego powinien mieć świadomość możliwości osiągnięcia zysku, ale również poniesienia straty przynajmniej części wpłaconych środków. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie mogą być jedyną podstawą do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje podjęte wyłącznie na podstawie niniejszego materiału ponoszą jego odbiorcy.

Jest to materiał reklamowy. Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej należy zapoznać się z prospektem informacyjnym odpowiedniego funduszu zawierającym szczegółowy opis czynników ryzyka związanego z inwestowaniem i zwięzły opis praw uczestników, a także Dokumentem zawierającym kluczowe informacje oraz – w przypadku specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego – Informacją dla klienta alternatywnego funduszu inwestycyjnego, które, wraz z tabelami opłat i sprawozdaniami finansowymi funduszy/subfunduszy, dostępne są w jęz. polskim u podmiotów prowadzących dystrybucję oraz na www.pekaotfi.pl.

Pełna lista funduszy/subfunduszy zarządzanych przez Pekao TFI S.A. oraz lista prowadzących dystrybucję dostępna jest na www.pekaotfi.pl.

Pekao Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, 01-066 Warszawa, ul. Żubra 1, wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego Sądu Rejonowego dla m. st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000016956, posługująca się numerem NIP 521 11 82 650. Kapitał zakładowy: 50 504 000 złotych, łączna kwota uiszczonych wkładów równa kapitałowi zakładowemu. Pekao TFI S.A. działa na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego.

Data sporządzenia komentarza: 15.07.2025 r., chyba że wskazano inaczej.



Pekao TFI

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych

MATERIAŁ REKLAMOWY

DOŚWIADCZENIE JEST WARTOŚCIĄ

od 1992 dla Ciebie

Od ponad 30 lat **budujemy zaufanie** do rynku funduszy inwestycyjnych i nieprzerwanie **wspieramy klientów** w decyzjach inwestycyjnych. Nasza aktywność eksperta rynku finansowego była **wielokrotnie wyróżniana**, czego dowodem jest **ponad 70 nagród**, będących wyrazem uznania klientów i niezależnych agencji.





Pekao Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

ul. Żubra 1

01-066 Warszawa

Centrum Obsługi Klienta

801 641 641

+48 (22) 640 40 40*

www.pekaotfi.pl

opłata wg cennika operatora

* dla dzwoniących z zagranicy oraz telefonów komórkowych