

## Komentarz do sytuacji na rynkach finansowych

- Polski rynek obligacji pozostawał pod presją wzrostu rentowności, która była częścią szerszego, globalnego trendu obserwowanego na większości kluczowych rynków długu.
- Pomimo niesprzyjającego otoczenia rosnących rentowności, polskie krótkoterminowe obligacje pozostały relatywnie odporne.
- Sierpień przyniósł wzrosty na większości rynków akcji, wspierane przez dobre wyniki spółek.
- Warszawska giełda należała do najmocniejszych rynków, a WIG20 ustanowił nowe historyczne maksima.
- Złoto odnotowało silne sierpniowe odbicie, ale wrażliwość na Fed pozostaje wysoka.

### Wstęp

Ostatnie miesiące wystawiły cierpliwość inwestorów obligacyjnych na próbę. Rosnące rentowności, obawy o inflację, wysokie potrzeby pożyczkowe państw oraz napięcia geopolityczne sprawiają, że w mediach coraz częściej pojawiają się pytania o sens inwestowania w tę klasę aktywów. W takich momentach łatwo jednak zapomnieć, jaka jest ich podstawowa rola w portfelu.

Obligacje nie są inwestycją pozbawioną ryzyka, ale często pełnią ważną rolę stabilizującą w portfelu. Ich głównym zadaniem jest ograniczanie zmienności oraz zapewnianie większej przewidywalności wyników w długim terminie. Mogą okresowo tracić na wartości, szczególnie w otoczeniu rosnących stóp procentowych lub rentowności obligacji, jednak skala tych wahań była historycznie mniejsza niż w przypadku akcji.

Warto również pamiętać, że inwestycji obligacyjnych nie należy oceniać wyłącznie przez pryzmat krótkoterminowych zmian cen. Tegoroczne zachowanie rynku po raz kolejny przypomina, że okresowa zmienność jest naturalnym elementem inwestowania, także w przypadku instrumentów uznawanych za bardziej konserwatywne. Co istotne, okresy największego pesymizmu wobec rynku długu często tworzą fundament pod lepsze wyniki w kolejnych latach, ponieważ wyższe rentowności oznaczają jednocześnie wyższy potencjał przyszłych dochodów dla inwestorów. W środowisku wyższych rentowności coraz większe znaczenie dla wyników inwestycji obligacyjnych ma dochód odsetkowy. Wyższe kupony oraz możliwość ich reinwestowania na atrakcyjniejszych warunkach zwiększają potencjał przyszłych stóp zwrotu i ograniczają wpływ okresowych spadków cen obligacji wynikających ze wzrostu rentowności.

## Obligacje

W sierpniu na polski rynek długu oddziaływała kombinacja kilku niekorzystnych czynników, które wspólnie przyczyniły się do wzrostu rentowności obligacji. Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych wzrosła do 6,08%, osiągając najwyższy poziom od trzech lat. Polski rynek nie funkcjonuje w oderwaniu od globalnych trendów, a wzrosty rentowności były zjawiskiem obserwowanym niemal na całym świecie.

Indeks TBSP, reprezentujący obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu i dłuższym terminie zapadalności, stracił 0,4% w ujęciu m/m. Z kolei indeks GPW-BBWZ, odzwierciedlający zachowanie obligacji zmiennokuponowych, zyskał 0,23% m/m. Od początku roku stopa zwrotu indeksu TBSP wynosi 0,33%, podczas gdy GPW-BBWZ wzrósł o 2,94%, potwierdzając większą odporność obligacji zmiennokuponowych na środowisko rosnących rentowności.

Kluczowym czynnikiem wpływającym na zachowanie cen obligacji pozostaje wciąż sytuacja na Bliskim Wschodzie. Choć od początku roku inwestorzy obserwowali wiele zwrotów akcji, ostatnie wydarzenia wskazują, że osiągnięcie trwałego pokoju jest nadal trudne. Konflikt trwa wyraźnie dłużej, niż jeszcze kilka miesięcy temu zakładał rynkowy konsensus. Jednocześnie jego wpływ na globalny rynek ropy pozostaje wyraźnie mniejszy niż zakładały najbardziej pesymistyczne scenariusze prezentowane w pierwszych miesiącach konfliktu. Nie zmienia to jednak faktu, że utrzymujące się napięcia i kolejne wymiany ciosów wspierają wzrost cen ropy, co zwiększa obawy o inflację. W efekcie inwestorzy oczekują wyższej premii za ryzyko, co znajduje odzwierciedlenie we wzroście rentowności obligacji.

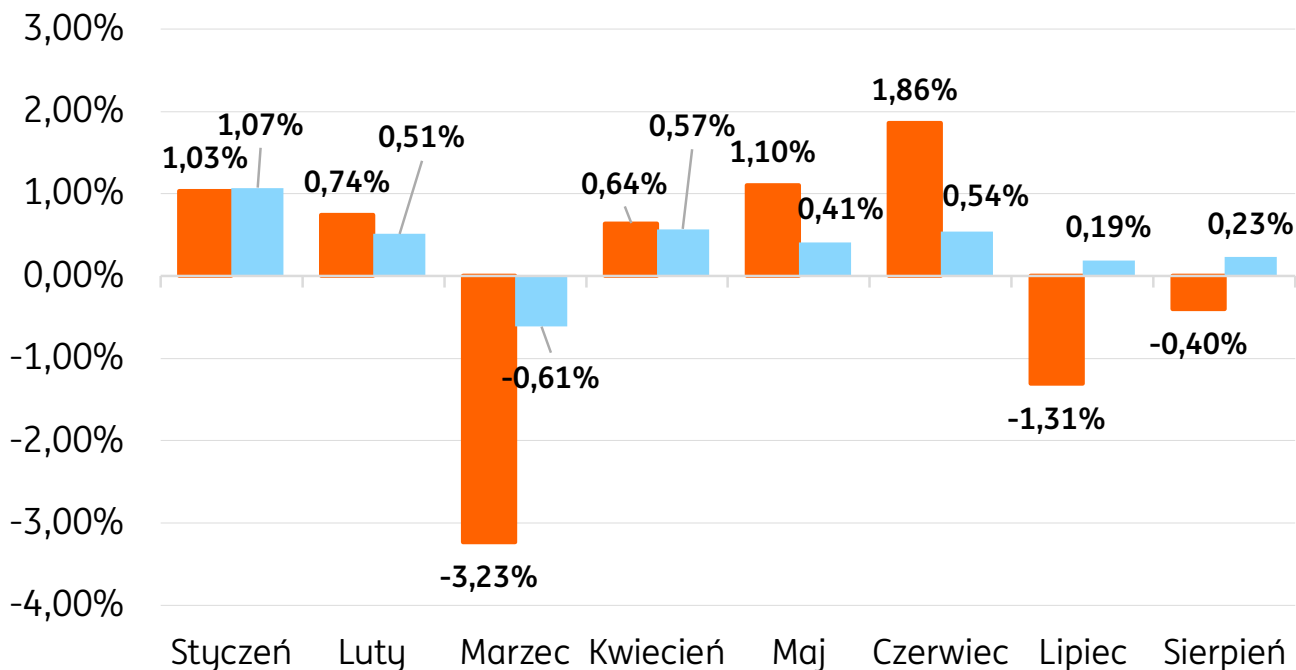
W kontekście sytuacji fiskalnej, która w ostatnich miesiącach budzi wiele emocji i jest jednym z częściej poruszanych tematów w debacie publicznej, warto spojrzeć na problem nieco szerzej niż tylko przez pryzmat poziomu długu publicznego i deficytu budżetowego. Ocena sytuacji fiskalnej zależy nie tylko od poziomu zadłużenia, ale również od tempa wzrostu gospodarczego, struktury wierzycieli oraz zdolności państwa do finansowania swoich potrzeb pożyczkowych. W przypadku Polski istotnym czynnikiem ograniczającym ryzyko jest struktura długu publicznego. Blisko 70% zadłużenia znajduje się w rękach krajowych inwestorów, a ponad 80% długu Skarbu Państwa jest denominowane w złotych. Oznacza to mniejszą zależność od zagranicznego finansowania oraz ograniczone ryzyko związane z wahaniami kursów walutowych. Co równie ważne, Polska nie ma obecnie problemów z finansowaniem swoich potrzeb pożyczkowych. Popyt na obligacje skarbowe podczas aukcji regularnie przekracza oferowaną podaż.

Największym długoterminowym wyzwaniem pozostaje nie sam poziom długu, lecz brak wiarygodnego planu ograniczania deficytu. Projekt budżetu na wyborczy rok 2027 nie był pod tym względem zaskoczeniem. Zakłada utrzymanie wysokiego deficytu, przy niewielkich zmianach po stronie dochodów i wydatków, dlatego reakcja rynku pozostała wstrzemięźliwa. Jednocześnie brak wyraźnej ścieżki poprawy finansów publicznych nadal jest wskazywany przez inwestorów i agencje ratingowe jako jedno z głównych ryzyk dla polskich obligacji.

## Stopy zwrotu indeksów giełdowych na dzień 31.08.2026

%, m/m

■ TBSP ■ GPWBBWZ



Źródło: stooq

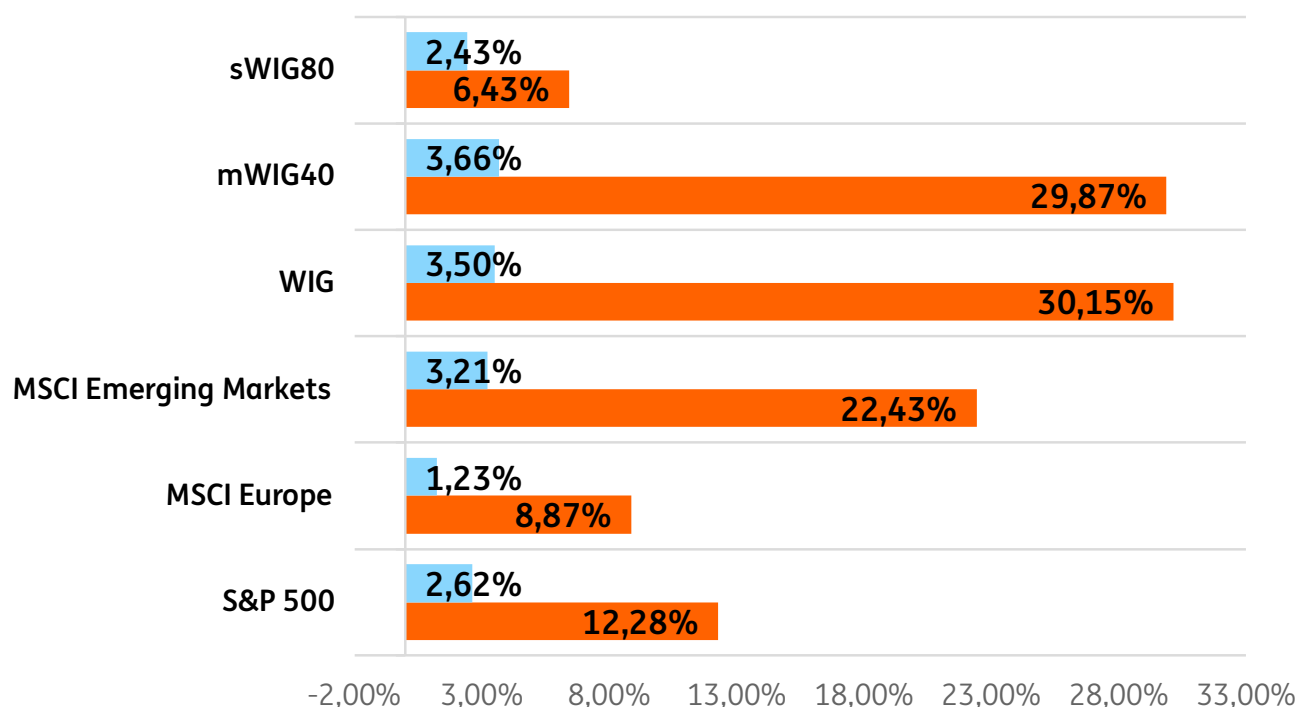
## Akcje

Sierpień upłynął pod znakiem wzrostów na większości rynków akcji. Amerykański indeks S&P 500 zyskał 2,62% m/m, a MSCI World wzrósł o 2,48% m/m, co potwierdza utrzymujący się napływ kapitału na rynek akcji. Jeszcze lepiej zachowywały się rynki wschodzące. Indeks MSCI Emerging Markets wzrósł w sierpniu o 3,21% m/m. W Europie skala zwyżek była bardziej umiarkowana, a MSCI Europe zakończył miesiąc wzrostem o 1,23%. Na tle rynków rozwiniętych pozytywnie wyróżniła również warszawska giełda, gdzie WIG wzrósł o 3,5% m/m, a WIG20 o 2,62% m/m.

## Stopy zwrotu indeksów giełdowych na dzień 31.08.2026

%

■ m/m ■ YTD



Źródło: stooq, Investing

### Polska

Sierpień był bardzo udanym miesiącem dla warszawskiej giełdy. WIG20 ustanowił historyczne maksimum, przebijając szczyt z 2007 roku. mWIG40 wzrósł o 3,66%, a sWIG80 o 2,43%. Istotnym wydarzeniem było również podpisanie przez prezydenta Karola Nawrockiego ustawy o Osobistych Kontach Inwestycyjnych (OKI), które mają zachęcać Polaków do inwestowania i zwiększyć udział krajowego kapitału na rynku akcji. Dodatkowym potwierdzeniem rosnącej dojrzałości polskiego rynku kapitałowego była decyzja S&P DJI o przeklasyfikowaniu Polski do grona rynków rozwiniętych od 2027 roku. Wsparciem dla rynku były również publikowane wyniki spółek za II kwartał. Zdecydowana większość firm notowanych na GPW zaprezentowała rezultaty lepsze od oczekiwań analityków, co dodatkowo wspierało pozytywny sentyment inwestorów.

## USA

S&P 500 ustanowił w sierpniu kolejne historyczne rekordy, jednak w drugiej połowie miesiąca entuzjazm inwestorów nieco osłabł. Uwaga rynku koncentrowała się na corocznym sympozjum bankierów centralnych w Jackson Hole. Wypowiedzi nowego prezesa Fed zostały odebrane jako mniej gołębnie, niż wcześniej oczekiwał rynek, co przełożyło się na wzrost rentowności obligacji i ograniczyło dalsze wzrosty na rynku akcji. Jednocześnie źródłem niepewności wciąż pozostawały napięcia między USA i Iranem oraz sytuacja w cieśninie Ormuz.

Mimo to szczególnym zainteresowaniem cieszyły się spółki związane ze sztuczną inteligencją, półprzewodnikami, centrami danych oraz przemysłem obronnym. NVIDIA, będąca jednym z głównych beneficjentów rozwoju sztucznej inteligencji, ponownie spełniła wysokie oczekiwania rynku, prezentując wyniki lepsze od prognoz oraz utrzymując bardzo dobre perspektywy wzrostu. Pozytywny obraz rynku potwierdził również sezon wyników za drugi kwartał 2026 roku, w którym 77% spółek z indeksu S&P 500 osiągnęło przychody wyższe od prognoz. Najlepiej wypadły sektory ochrony zdrowia i technologii informacyjnej, gdzie odsetek pozytywnych zaskoczeń w zakresie raportowanych przychodów wyniósł odpowiednio 95% i 88%.

## Europa

W Europie obraz był bardziej zróżnicowany: niemiecki DAX zyskał 2,45% m/m, podczas gdy francuski CAC40 stracił 2,06% m/m, a brytyjski FTSE100 spadł o 0,4% m/m. Jednak pozytywny obraz europejskiego rynku akcji wspierał sezon wyników, w którym 73% spółek z indeksu STOXX 600 odnotowało przychody wyższe od oczekiwań. Najlepiej wypadł sektor przemysłowy, technologiczny i ochrony zdrowia, natomiast słabsze rezultaty przedstawiły spółki konsumenckie i telekomunikacyjne. Nastroje inwestorów ograniczały, podobnie jak w przypadku USA, rosnące ceny energii oraz ryzyko eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie.

Pomimo ryzyk związanych z konfliktem, ostatnie dane PMI, odzwierciedlające kondycję gospodarki na podstawie ankiet przeprowadzanych wśród menedżerów odpowiedzialnych za zakupy w przedsiębiorstwach, świadczą o ożywieniu gospodarczym. Potwierdza to również pozytywna ilość niespodzianek w zakresie publikowanych danych makro.

## Rynki wschodzące

Rynki wschodzące zakończyły sierpień na plusie, odrabiając znaczną część strat poniesionych w poprzednim miesiącu. Indeks MSCI Emerging Markets zyskał 3,21% m/m. Wzrostom sprzyjały osłabienie dolara, poprawa nastrojów inwestorów oraz napływ kapitału, szczególnie na rynki azjatyckie. Motorem wzrostów pozostawały spółki technologiczne z Korei Południowej i Tajwanu, korzystające z utrzymującego się popytu na półprzewodniki oraz rozwiązania związane ze sztuczną inteligencją.

## Złoto

W sierpniu złoto wyraźnie wyszło z obserwowanej w poprzednim miesiącu konsolidacji wokół 4000 USD/oz. W ujęciu całego miesiąca cena kruszcu wzrosła o 9,83%, osiągając w trakcie miesiąca ponad trzymiesięczne maksimum na poziomie 4696 USD/oz. Pod koniec sierpnia część wzrostów została oddana, a 31 sierpnia złoto było notowane w okolicach 4450 USD/oz. Mimo tego obsunięcia był to najlepszy pojedynczy miesiąc dla kruszcu od stycznia.

Początkowo wyjściu z konsolidacji sprzyjało ograniczenie oczekiwań na dalsze podwyżki stóp procentowych w USA. Słabsze dane z rynku pracy oraz łagodniejszy obraz presji inflacyjnej przyczyniły się do przejściowego spadku rentowności obligacji, zmniejszając koszt alternatywny utrzymywania złota, oraz do osłabienia dolara, które zwiększało dostępność kruszcu dla inwestorów posługujących się innymi walutami.

Sprzyjające otoczenie makroekonomiczne zbieгло się z częściowym powrotem popytu inwestycyjnego. Opublikowane na początku sierpnia dane pokazały, że już w lipcu globalne ETF-y zabezpieczone fizycznym złotem pozyskały 3 mld USD, przerywając dwa miesiące odpływów. Tendencja była kontynuowana również w sierpniu i wyraźnie przyspieszyła także w drugiej połowie miesiąca. Według World Gold Council fundusze zabezpieczone złotem pozyskały w tygodniu zakończonym 21 sierpnia około 46,7 tony kruszcu, o wartości 6,4 mld USD. Był to największy tygodniowy popyt od siedmiu miesięcy, a głównym źródłem napływów były fundusze notowane w Ameryce Północnej i Europie<sup>1</sup>.

W drugiej połowie miesiąca dodatkowym wsparciem dla cen złota stały się działania amerykańskiego Departamentu Skarbu, który zapowiedział zwiększenie odkupu długoterminowych obligacji. Ograniczenie rentowności długu poprawia relatywną atrakcyjność złota, ale działania te zostały również odczytane przez część inwestorów jako kolejny argument na rzecz długoterminowego osłabienia dolara i zabezpieczania portfeli przed ryzykiem fiskalnym USA.

Oficjalne dane wskazały na dalsze zwiększanie rezerw kruszcu przez Chiny, natomiast szacunki dotyczące transakcji na rynku pozagiełdowym sugerowały, że rzeczywista skala zakupów mogła być większa od raportowanej. Należy jednak zachować ostrożność interpretacyjną, ponieważ szacunki tych transakcji nie są równoważne z oficjalnymi danymi o zmianach rezerw. Utrzymuje to długoterminowy argument dotyczący dywersyfikacji rezerw i roli złota jako aktywa neutralnego politycznie, ale nie pozwala dokładnie określić skali realnego popytu.

Poprawa nastawienia inwestorów do sektora złota była widoczna także w notowaniach spółek wydobywczych. Indeks NYSE Arca Gold Miners wzrósł w sierpniu o 33%. Był to najlepszy sierpień dla tego indeksu co najmniej od 1994 r. Skala wzrostu mogła być związana między innymi z oczekiwaniami co do dźwigni operacyjnej producentów, ponieważ wzrost ceny złota przy relatywnie wolniej rosnących kosztach może prowadzić do ponad proporcjonalnej poprawy marż

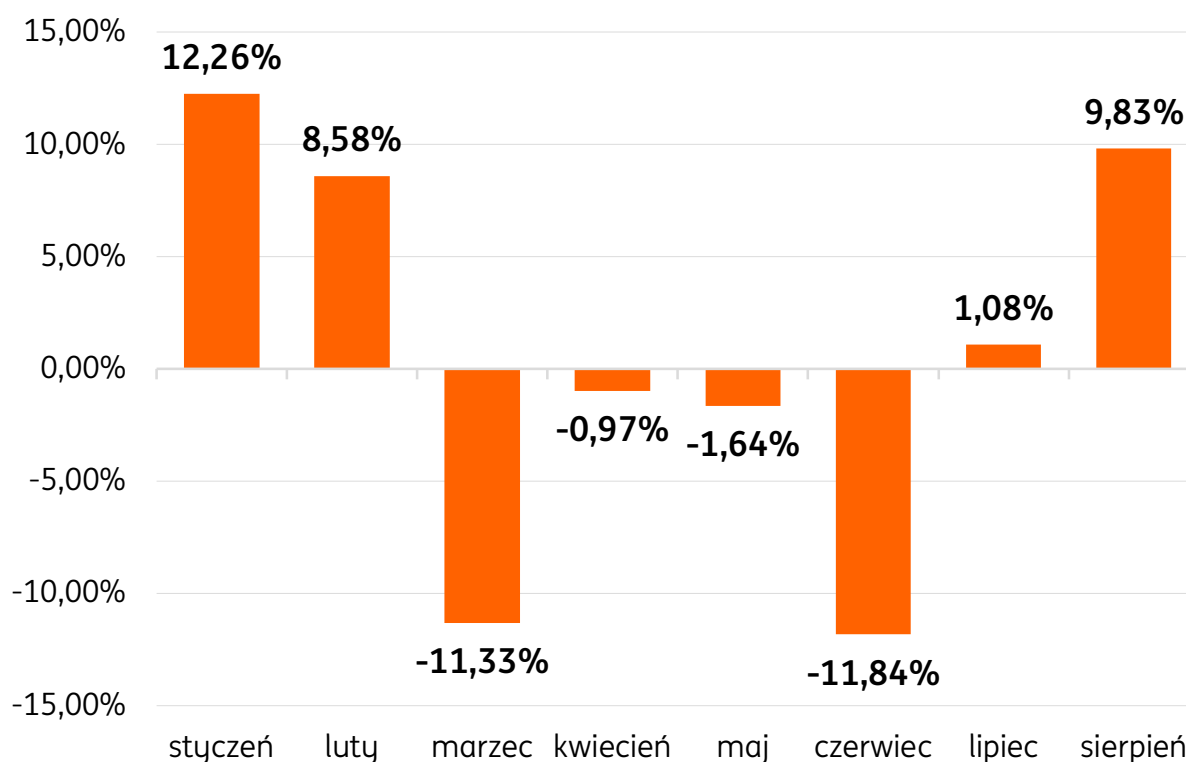
<sup>1</sup> Gold ETF: Stock, Holdings and Flows | World Gold Council

i przepływów pieniężnych. Jednocześnie akcje producentów pozostają znacznie bardziej zmienne niż sam kruszec, co oznacza również podwyższone ryzyko silniejszych korekt w przypadku pogorszenia warunków rynkowych lub odwrócenia nastawienia inwestorów.

Jednocześnie sierpień pokazał, że wpływ napięć geopolitycznych na złoto nie jest jednoznaczny. Eskalacja konfliktu USA–Iran wspierała popyt na aktywa defensywne, ale wzrost cen ropy zwiększał również ryzyko ponownego przyspieszenia inflacji oraz utrzymania oczekiwań wyższych stóp procentowych. Pod koniec miesiąca bardziej jastrzębi przekaz przewodniczącego Fed w Jackson Hole zwiększył oczekiwania na wrześniową podwyżkę stóp i wywołał ponad 3-procentową jednodniową przecenę złota. Pokazuje to, że mimo mocnego sierpniowego powrotu popytu krótkoterminowy kierunek rynku nadal pozostaje silnie uzależniony od interpretacji danych inflacyjnych, rynku pracy, rentowności obligacji i reakcji Fed. Sierpień pokazał, że zmienność pozostaje wysoka, a ostatecznie złoto zakończyło miesiąc w okolicach 4450 USD/oz.

### Miesięczne stopy zwrotu złota

%, m/m



Źródło: stooq

**Autorzy:**

**Łukasz Sałachewicz, DI**

Senior Expert, Tribe - Inwestycje

[lukasz.salachewicz@ing.pl](mailto:lukasz.salachewicz@ing.pl)

**Maciej Mętlewicz**

Junior Specialist, Tribe - Inwestycje

[maciej.metlewicz@ing.pl](mailto:maciej.metlewicz@ing.pl)