

Komentarz do sytuacji

na rynkach finansowych

- Polski rynek obligacji znalazł się pod presją z uwagi na obawy o inflacyjne skutki napięć na Bliskim Wschodzie
- Zróżnicowane wyniki na rynkach akcji, przy bardzo mocnym zachowaniu GPW.
- W USA dobre wyniki spółek wspierały rynek, jednak inwestorzy coraz selektywniej oceniali spółki technologiczne pod kątem zwrotu z inwestycji w AI.
- Złoto ustabilizowało się w lipcu wokół poziomu 4000 USD/oz, pozostając pod wpływem zarówno czynników strukturalnych, jak i presji ze strony rentowności oraz dolara.

Obligacje

W wyniku ponownej eskalacji napięć na Bliskim Wschodzie oraz zerwania memorandum porozumienia pokojowego między Iranem a USA polski rynek obligacji w lipcu zachowywał się wyraźnie słabiej niż w poprzednich trzech miesiącach. Wśród inwestorów ponownie pojawiły się obawy, że wzrost napięć na rynku energii może pogorszyć perspektywy inflacji, a w skrajnym scenariuszu nawet skłonić Radę Polityki Pieniężnej do podwyżek stóp procentowych. Mimo wzrostu obaw inflacyjnych rynek nadal zakłada relatywnie ograniczoną skalę zacieśnienia polityki pieniężnej, wyceniając jedną podwyżkę stóp procentowych o 25 pb. w ciągu najbliższego roku.

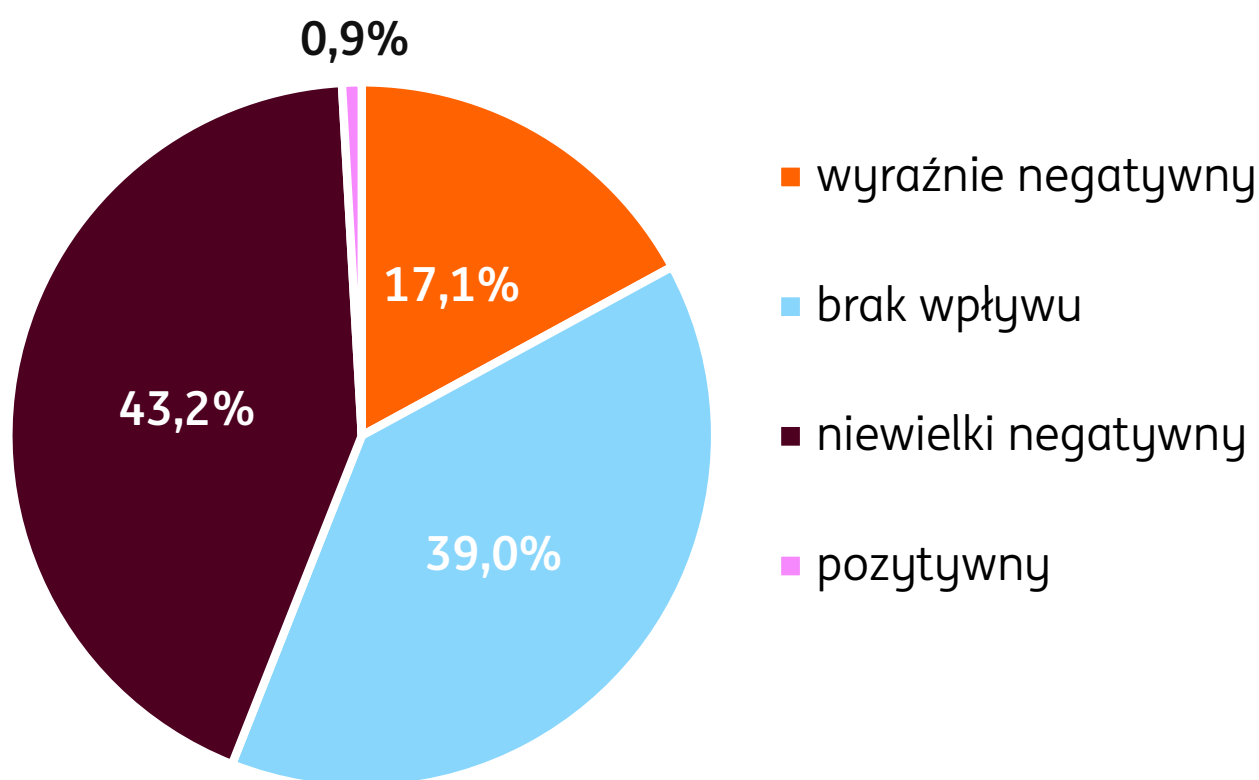
Rentowność 10-letnich polskich obligacji skarbowych wzrosła z 5,30% na koniec czerwca do 5,78% na koniec lipca. Wzrost rentowności przełożył się na spadek cen obligacji o stałym oprocentowaniu, w efekcie czego indeks TBSP stracił w lipcu 1,31%. Tegoroczny miesięczny wynik wyraźnie odbiega od historycznych obserwacji, ponieważ od początku publikacji indeksu w 2007 r. lipiec był jedynym miesiącem, w którym TBSP nieprzerwanie osiągał dodatnie stopy zwrotu, ze średnim wynikiem na poziomie 1,13%. Historycznie sprzyjała temu m.in. mniejsza, wakacyjna podaż obligacji na przetargach Ministerstwa Finansów, dlatego tegoroczna słabość rynku stanowi odstępstwo od obserwowanego wcześniej sezonowego wzorca.

W otoczeniu rosnących rentowności zdecydowanie lepiej poradziły sobie obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu i obligacje korporacyjne. Są one mniej wrażliwe na wzrost stóp procentowych, ponieważ ich oprocentowanie jest regularnie dostosowywane do aktualnych warunków rynkowych. W rezultacie indeks skarbowych obligacji o zmiennym oprocentowaniu GPWB-BWZ zyskał w lipcu 0,19%. Mimo dodatniej stopy zwrotu był to jednak jego najśłabszy miesięczny wynik od momentu wybuchu konfliktu na Bliskim Wschodzie.

W lipcu napływające dane makroekonomiczne z polskiej gospodarki pozostawały solidne. Nie tylko nie pojawiły się negatywne zaskoczenia, ale część wskaźników, w tym sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa, wypadła lepiej od oczekiwań. Jednocześnie inflacja CPI wzrosła w lipcu

do 3,0% r/r z 2,5% r/r miesiąc wcześniej. Wzrost ten był w dużej mierze efektem droższych paliw po przywróceniu 23-proc. stawki VAT oraz zniesieniu wcześniejszych mechanizmów ograniczających ceny. Mimo wyższego odczytu inflacja nadal pozostaje w dopuszczalnym paśmie odchyień od celu NBP. Dodatkowo wyniki Szybkiego Monitoringu NBP wskazują, że konflikt na Bliskim Wschodzie miał dotychczas ograniczony wpływ na działalność polskich przedsiębiorstw. Brak wpływu na sytuację finansową zadeklarowało 39% ankietowanych firm, 43,2% oceniło jego oddziaływanie jako niewielkie i negatywne, natomiast jedynie 17,1% przedsiębiorstw wskazało na bardziej istotne konsekwencje konfliktu.

Wpływ konfliktu na Bliskim Wschodzie na sytuację przedsiębiorstwa



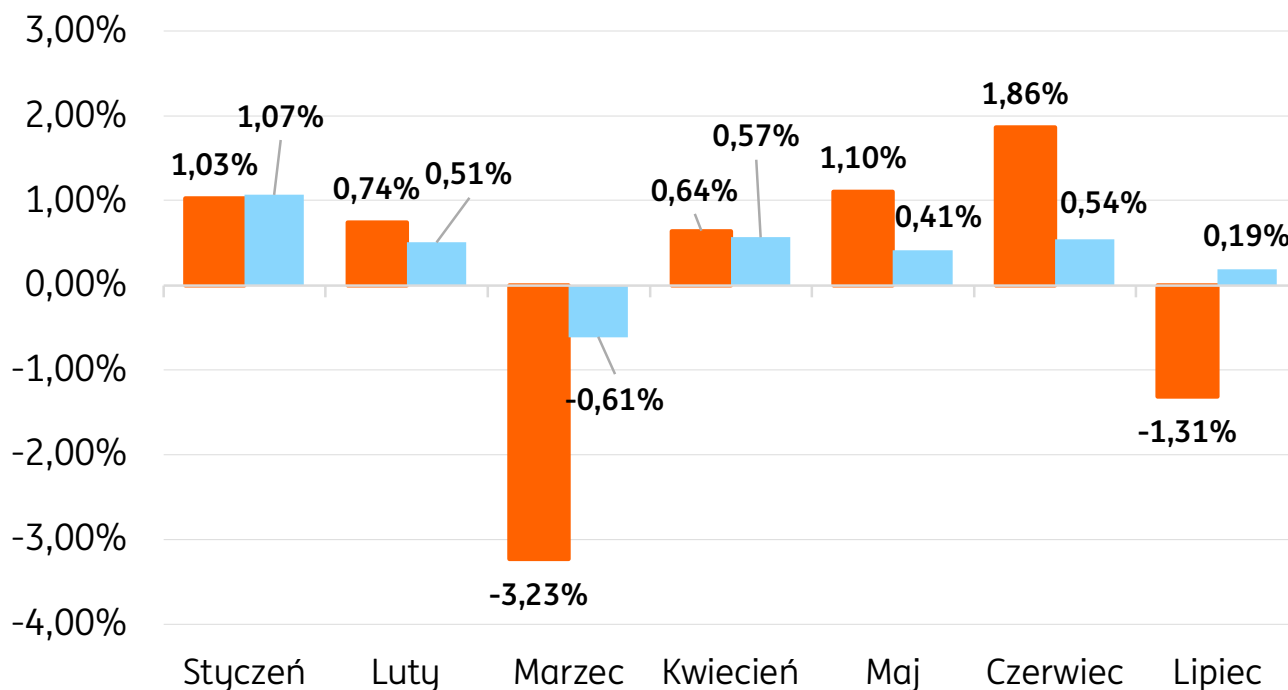
Źródło: Szybki Monitoring NBP

Mimo słabszego lipca oba indeksy nadal pozostają na plusie od początku roku – GPWB-BWZ zyskuje 2,70%, a TBSP 0,74%.

Stopy zwrotu indeksów giełdowych na dzień 31.07.2026

%, m/m

■ TBSP ■ GPWBBWZ



Źródło: stooq

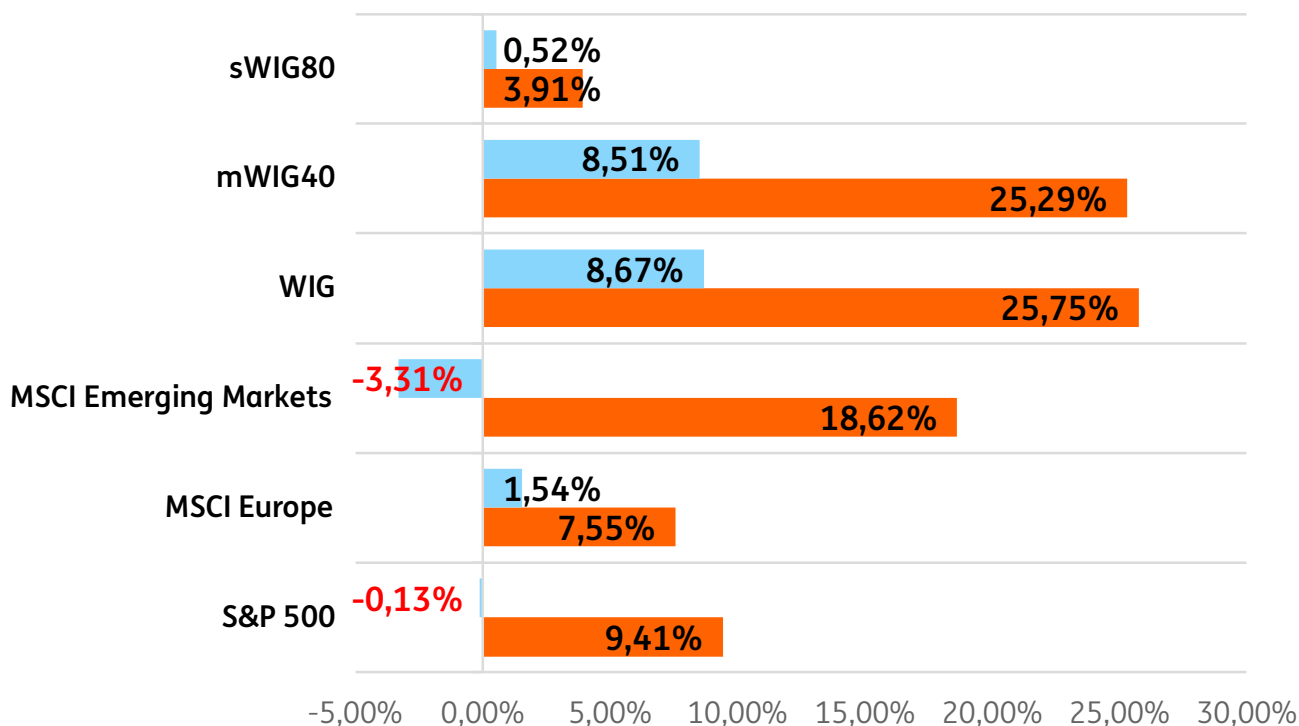
Akcje

W lipcu wyniki akcji były mocno zróżnicowane. Inwestorzy ostrożniej podchodzili do aktywów ryzykownych, szczególnie w segmentach, których wyceny były silnie powiązane z oczekiwaniami wobec sztucznej inteligencji, półprzewodników oraz dalszej ścieżki stóp procentowych. S&P 500 zakończył miesiąc niewielkim spadkiem o 0,13% m/m, przy nadal solidnym wyniku +9,41% od początku roku. Relatywnie lepiej zachowała się Europa, gdzie MSCI Europe wzrósł o 1,54% m/m, zwiększając wynik od początku roku do 7,55%. Słabiej wypadły rynki wschodzące - MSCI Emerging Markets obniżył się o 3,31% m/m, choć w ujęciu YTD nadal pozostawał wyraźnie dodatni, z wynikiem 18,62%.

Stopy zwrotu indeksów giełdowych na dzień 31.07.2026

%

■ m/m ■ YTD



Źródło: stooq, Investing

Polska

Lipiec był kolejnym bardzo udanym miesiącem dla inwestorów na warszawskiej giełdzie. Największe i średnie spółki kontynuowały mocne wzrosty, a główne indeksy GPW osiągnęły stopy zwrotu wyraźnie wyższe niż na wielu rozwiniętych rynkach europejskich. WIG20 wzrósł w lipcu o 9,3% m/m, WIG o 8,7% m/m, a mWIG40 o 8,5% m/m. Na tym tle zdecydowanie słabiej wypadły małe spółki skupione w indeksie sWIG80, który wzrósł jedynie o 0,5% m/m.

Wsparciem dla wzrostów na GPW pozostawały dobre wyniki finansowe spółek, które w wielu przypadkach okazywały się zgodne lub lepsze od oczekiwań inwestorów, podtrzymując pozytywne nastawienie do rynku. Dodatkowo korzystne dane makroekonomiczne z polskiej gospodarki, wskazujące na utrzymującą się silną aktywność gospodarczą wzmacniały optymizm uczestników rynku.

W lipcu indeks mWIG40, grupujący średniej wielkości spółki notowane na GPW po raz pierwszy w historii przekroczył poziom 10 tys. pkt. i ustanowił nowy historyczny rekord. Za wzrostami stały

przede wszystkim banki, odpowiadające za blisko 22% wartości indeksu, a także spółki konsumenckie i usługowe. Relatywna siła mWIG40 względem sWIG80, skupiającego mniejsze spółki, wynikała jednak nie tylko z napływu kapitału zagranicznego, który koncentruje się głównie na większych i bardziej płynnych podmiotach, ale również z konstrukcji samych indeksów. mWIG40 jest znacznie bardziej skoncentrowany, a pięć największych spółek odpowiada za około 44% jego wartości, dzięki czemu silne wzrosty liderów wyraźnie przekładają się na wynik całego indeksu. Z kolei w sWIG80 udział pięciu największych spółek wynosi około 18%, co oznacza większe rozproszenie wpływu poszczególnych podmiotów na zachowanie indeksu. W efekcie sWIG80 wzrósł w lipcu jedynie o 0,5% m/m, wyraźnie odstając od wyników indeksów dużych i średnich spółek.

Europa

Europejskim akcjom sprzyjała poprawa danych gospodarczych oraz lepsze oczekiwania wobec wyników spółek. Warto tym samym zauważyć, że duża część przychodów największych spółek europejskich pochodzi z rynków poza Europą, co częściowo ogranicza wpływ lokalnego otoczenia gospodarczego na ich wyniki finansowe. Gospodarka Unii Europejskiej, po wyłączeniu Irlandii, wzrosła w II kwartale o 1,4% r/r, co wskazywało na utrzymującą się odporność aktywności gospodarczej w regionie mimo podwyższonej niepewności, wywołanej sytuacją na rynkach energii. Wsparciem dla nastrojów była także poprawa wskaźników aktywności gospodarczej, szczególnie w Niemczech i Francji. Jednocześnie przestrzeń do dalszej poprawy sentymentu ograniczały sygnały inflacyjne: lipcowy odczyt w strefie euro wzrósł do 2,9% r/r, a inflacja bazowa do 2,5% r/r, co wzmacniało oczekiwania na utrzymanie restrykcyjnego nastawienia Europejskiego Banku Centralnego.

USA

W Stanach Zjednoczonych obraz rynku był mniej jednoznaczny. Gospodarka pozostawała odporna, a PKB w II kwartale wzrósł o 2,1% r/r, przy pozytywnym zaskoczeniu po stronie wydatków konsumentów. Trwający sezon wyników pozostawał solidnym wsparciem dla rynku: według danych FactSet, z 61% spółek z S&P 500, które opublikowały raporty, 86% przebiło oczekiwania dotyczące zysku na akcję, a 77% pokazało przychody powyżej prognoz. Jednocześnie inwestorzy coraz bardziej selektywnie oceniali spółki technologiczne. Wyniki Microsoftu zostały odebrane pozytywnie dzięki silnemu wzrostowi Azure i widocznej monetyzacji rozwiązań opartych na AI, natomiast Meta znalazła się pod presją kosztów oraz pytań o rentowność wysokich nakładów inwestycyjnych. To pokazuje, że rynek nadal premiował ekspozycję na AI, ale coraz większe znaczenie miał zdolność do szybkiego przełożenia inwestycji na przychody i marżę.

Rynki wschodzące

Rynki wschodzące były najsłabszym segmentem w lipcu. Spadek MSCI Emerging Markets był związany przede wszystkim z presją na azjatycki segment technologiczny i półprzewodnikowy. Rosnąca koncentracja indeksu wokół Korei i Tajwanu zwiększa jego zależność od globalnego cyklu AI oraz popytu na półprzewodniki. Korea i Tajwan odpowiadają już za nieco ponad połowę indeksu MSCI Emerging Markets, co oznacza, że cały segment EM w coraz większym stopniu odzwierciedla

kondycję wybranych azjatyckich spółek technologicznych, a w mniejszym stopniu klasyczną, szeroką ekspozycję geograficzną. W lipcu ta koncentracja zwiększyła podatność indeksu na korektę i realizację zysków po wcześniejszych wzrostach.

Złoto

W lipcu rynek złota przeszedł z fazy silnej przeceny do szerokiej konsolidacji wokół poziomu 4000 USD/oz. W ujęciu całego miesiąca cena wzrosła z 4008 USD/oz do 4051 USD/oz, czyli jedynie o 1,08% m/m. W trakcie miesiąca najwyższe zamknięcie przypadło na 3 lipca przy 4176 USD/oz, a najniższe na 16 lipca przy 3977 USD/oz, co pokazuje, że okolice powyżej 4000 USD/oz stały się ważną krótkoterminową strefą równowagi.

Z jednej strony wcześniejsza korekta ograniczyła część presji sprzedażowej, a złoto nadal korzystało z długoterminowych argumentów strukturalnych: dywersyfikacji rezerw, ryzyka geopolitycznego, obaw o zadłużenie państw oraz roli aktywa neutralnego politycznie.

Z drugiej strony potencjał do mocniejszego odbicia ograniczały wysokie rentowności obligacji, mocniejszy dolar oraz oczekiwania, że Fed może dłużej utrzymywać restrykcyjną politykę pieniężną. Pod koniec miesiąca złoto znalazło się pod presją przed decyzją Fed, gdy inwestorzy wyceniali wysokie prawdopodobieństwo podwyżki stóp we wrześniu, a silniejszy dolar obniżał atrakcyjność kruszcu dla inwestorów spoza USA. Po decyzji Fed o utrzymaniu stóp bez zmian złoto odbiło, ale ruch ten miał raczej charakter krótkoterminowej ulgi niż trwałej zmiany trendu.

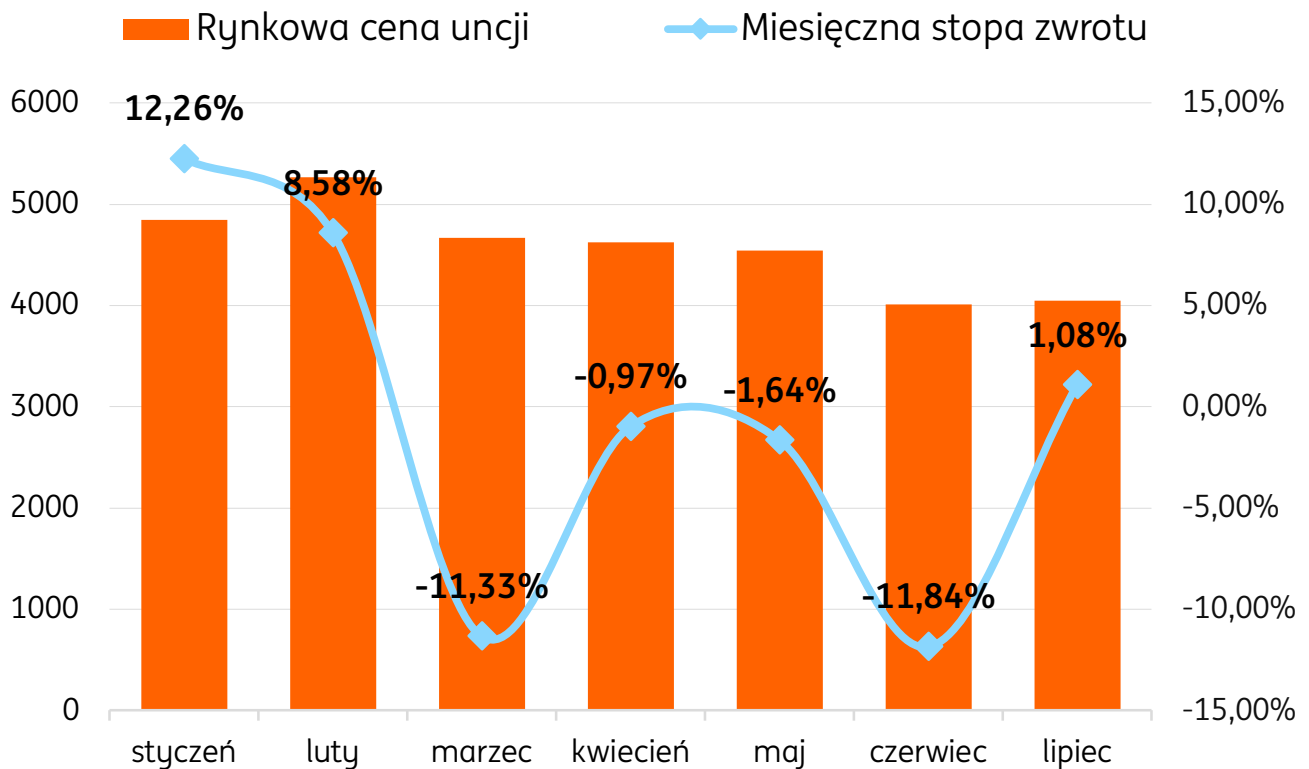
Warto jednocześnie odnotować istotną rewizję danych World Gold Council, bo zmienia ona interpretację jednego z kluczowych filarów hossy. Szacunek zakupów banków centralnych w I kwartale 2026 r. został obniżony z 244 ton do zaledwie 57 ton, a różnicę przeniesiono do kategorii transakcji OTC i pozostałych transakcji. Nie oznacza to, że popyt zniknął z rynku, ale zmieniła się jego struktura: zakupy banków centralnych są zwykle postrzegane jako strategiczne i długoterminowe, podczas gdy popyt OTC jest mniej przejrzysty i trudniejszy do interpretacji.

Ta korekta nie podważa długoterminowej roli banków centralnych na rynku złota, ale pokazuje, że ich popyt nie był na początku roku tak silny, jak wcześniej zakładano. Po bardzo słabym I kwartale World Gold Council wskazał, że popyt banków centralnych w II kwartale silnie odbił. Zakupy netto banków centralnych i innych oficjalnych instytucji wyniosły 288,9 tony, co oznaczało powrót do wysokich poziomów obserwowanych w ostatnich latach. Największym raportowanym nabywcą pozostawał Narodowy Bank Polski, który zwiększył rezerwy o 51 ton w II kwartale i o 82 tony w całym pierwszym półroczu, do ponad 632 ton. Jednocześnie całe pierwsze półrocze było najslabsze pod względem zakupów banków centralnych od 2022 r., co sugeruje, że ten filar popytu pozostaje ważny, ale nie jest nieograniczony ani całkowicie niewrażliwy na wysoką cenę.

Po stronie inwestorów finansowych obraz był bardziej ostrożny. Fundusze ETF zabezpieczone fizycznym złotem odnotowały w II kwartale odpływy rzędu 44,8 tony. Jednocześnie raportowana przez WGC kategoria "Investment", obejmująca m.in. sztabki, monety oraz ETF-y i podobne produkty, spadła do 262,2 tony, czyli o 46% r/r. Dane te sugerują, że mimo utrzymującego się popytu inwestorzy rynkowi pozostawali bardziej wrażliwi na oczekiwania rynkowe.

Miesięczne stopy zwrotu i wyceny złota

%, USD/oz, m/m



Źródło: stooq

Autorzy:

Łukasz Sałachewicz, DI

Senior Expert, Tribe - Inwestycje

lukasz.salachewicz@ing.pl

Maciej Mętlewicz

Junior Specialist, Tribe - Inwestycje

maciej.metlewicz@ing.pl