

Komentarz do sytuacji na rynkach finansowych

- Podwyższona zmienność na rynkach długu w reakcji na napięcia geopolityczne oraz zmieniające się oczekiwania dotyczące inflacji i polityki banków centralnych
- Relatywnie dobre zachowanie polskich obligacji, wspierane przez niższy od oczekiwań odczyt inflacji oraz stopniowe wygasanie presji płacowej
- Silne wzrosty na rynkach akcji, koncentrujące się w dużej mierze wokół wybranych segmentów korzystających z trendu rozwoju sztucznej inteligencji oraz wspierane lepszymi od oczekiwań wynikami spółek
- Majowa korekta cen złota w otoczeniu wyższych rentowności obligacji, mocniejszego dolara oraz ograniczenia oczekiwań na łagodzenie polityki pieniężnej

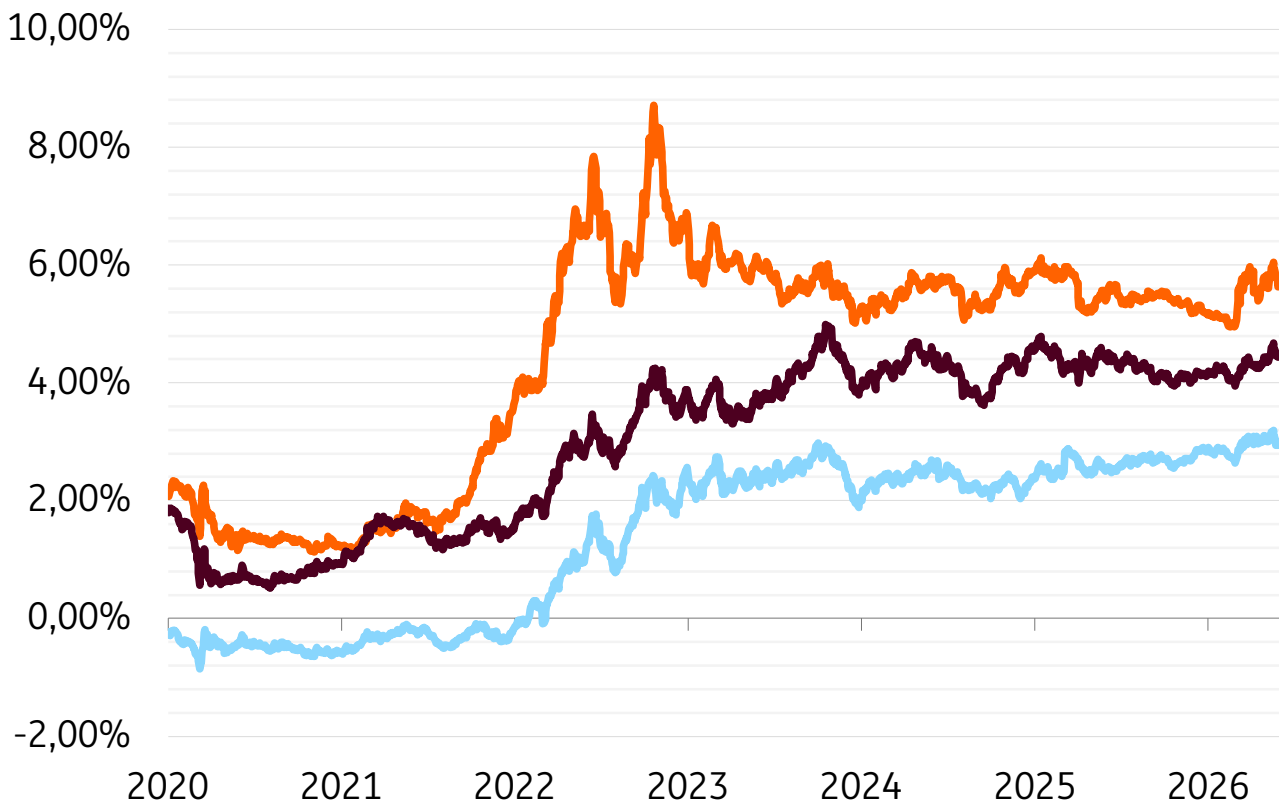
Obligacje

W maju rynek długu towarzyszyła podwyższona zmienność związana z sytuacją na Bliskim Wschodzie. Rentowności obligacji na całym świecie pozostawały pod wpływem oczekiwań dotyczących dalszych działań najważniejszych banków centralnych oraz obaw o potencjalny wpływ napięć geopolitycznych na globalny handel, ceny surowców i perspektywy inflacyjne. W efekcie na wiodących rynkach obserwowano okresowe wahania rentowności, odzwierciedlające zmieniającą się ocenę ryzyka dla wzrostu gospodarczego i przyszłej ścieżki polityki monetarnej.

Rentowności obligacji dziesięcioletnich

%

— Polska — Niemcy — USA



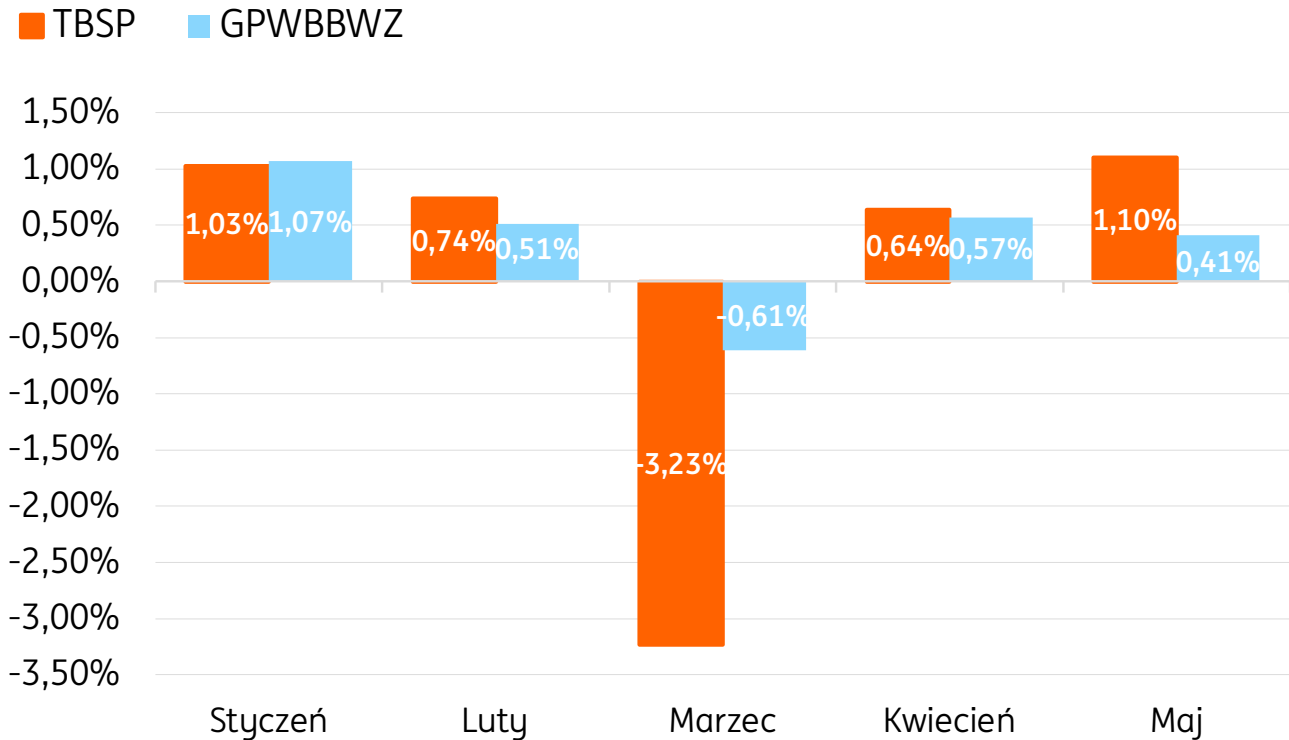
Źródło: Stooq

ING 

W przypadku polskiego rynku długu, pomimo podwyższonej zmienności obserwowanej w maju, główne indeksy obligacji zakończyły miesiąc z dodatnią stopą zwrotu – indeks obligacji skarbowych stałokuponowych TBSP zyskał 1,1% m/m, natomiast indeks obligacji o zmiennym kuponie GPWB-BWZ wzrósł o 0,41% m/m. Od początku roku indeks GPWB-BWZ osiągnął stopę zwrotu na poziomie +1,96%, natomiast indeks TBSP 0,21%.

Stopy zwrotu indeksów giełdowych na dzień 29.05.2026

%, m/m



Źródło: stooq

Ostatni odczyt inflacji okazał się wyraźnie lepszy od oczekiwań rynkowych. Podczas gdy konsensus ekonomistów zakładał wzrost cen na poziomie 3,7% r/r, inflacja w maju wyniosła 3,1% r/r, pozostając tym samym w paśmie dopuszczalnych odchyień od celu inflacyjnego NBP (2,5% ± 1 pkt proc.). Warto przy tym podkreślić, że było to jedno z największych pozytywnych zaskoczeń w historii badań inflacji. W praktyce oznacza to, że wpływ wojennego szoku kosztowego na inflację pozostaje ograniczony, a efekty drugiej rundy, polegające na przenoszeniu wyższych kosztów na kolejne kategorie cen i płac, nie materializują się jak dotąd na istotną skalę.

Z perspektywy RPP jednym z istotnych czynników analizowanych w kontekście ryzyka wystąpienia efektów drugiej rundy pozostaje dynamika wynagrodzeń. Wzrost płac w gospodarce narodowej wyhamował w I kw. 2026 r. do 6,7% r/r z 8,5% r/r w ostatnim kwartale ubiegłego roku, co przy zbliżonym poziomie inflacji oznaczało dalsze spowolnienie tempa wzrostu realnych dochodów z pracy. Odczyt ten wskazuje na stopniowe osłabienie presji płacowej w gospodarce, co według ostatnich wypowiedzi członków RPP oraz Prezesa NBP ogranicza ryzyko podwyżek stóp procentowych. Dzieje się to pomimo faktu, że rynek w horyzoncie najbliższych 12 miesięcy nadal wycenia około dwie podwyżki stóp po 25 pb.

W krótkim terminie kluczowym czynnikiem dla rynku długu pozostanie rozwój sytuacji na Bliskim Wschodzie oraz jego wpływ na ceny ropy naftowej. To właśnie zachowanie rynku surowców energetycznych będzie w najbliższych miesiącach w dużej mierze determinować oczekiwania inflacyjne i nastroje inwestorów.

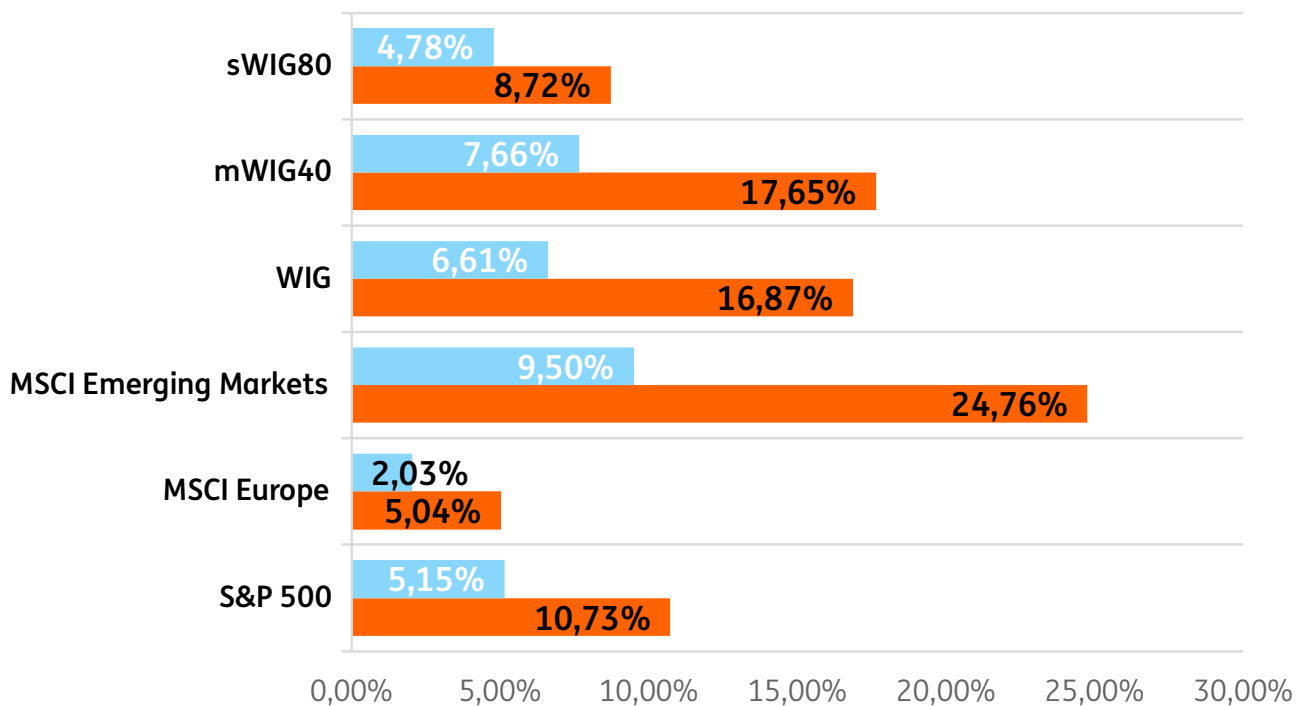
Akcje

Podobnie jak kwiecień, maj był miesiącem wyraźnie sprzyjającym rynkom akcji. Większość wiodących indeksów odnotowała solidne stopy zwrotu w ujęciu m/m, co przełożyło się na poprawę wyników od początku roku. Na pierwszy rzut oka mogłoby to sugerować powszechną poprawę sytuacji na globalnych rynkach akcji, jednak bardziej szczegółowa analiza pokazuje znacznie bardziej zróżnicowany obraz. Globalnie jednym z najważniejszych tematów inwestycyjnych pozostawała sztuczna inteligencja, a największy udział we wzrostach miały spółki dostarczające infrastrukturę dla rozwoju tego trendu, w tym producenci półprzewodników, centrów danych i rozwiązań obliczeniowych.

Stopy zwrotu indeksów giełdowych na dzień 29.05.2026

%

■ m/m ■ YTD



Źródło: stooq, Investing

USA

Amerykański rynek akcji kontynuował dobrą passę również w maju. Indeks S&P 500 wzrósł w ciągu miesiąca o 5,15%, co przełożyło się na stopę zwrotu od początku roku na poziomie 10,73%. Skala wzrostów jest tym bardziej godna uwagi, że jeszcze pod koniec marca reakcja rynku amerykańskiego na geopolityczny szok wypadła relatywnie słabo na tle historycznych analogii, plasując się wśród najłagodniejszych przypadków obserwowanych od 1939 roku. Sytuacja szybko się jednak odwróciła. W kolejnych tygodniach indeks nie tylko odrobił wcześniejsze straty, lecz także osiągnął dynamikę wzrostu plasującą obecne odbicie wśród najsilniejszych obserwowanych po geopolitycznych szokach od 1939 roku.

Jednocześnie warto zauważyć, że wzrosty na amerykańskim rynku pozostają w dużej mierze skoncentrowane. Szacuje się, że za blisko 67% wyniku indeksu S&P 500 od końca marca odpowiadało zaledwie około 10 spółek. Wśród głównych beneficjentów pozostają przedsiębiorstwa związane z rozwojem sztucznej inteligencji, w szczególności dostawcy infrastruktury obliczeniowej, półprzewodników oraz centrów danych.

Kluczowym fundamentem wzrostów pozostają jednak oczekiwania dotyczące wyników finansowych spółek. Według konsensusu prognoz zysk na akcję (EPS) spółek wchodzących w skład indeksu S&P 500 ma wzrosnąć w tym roku o około 24%, a w przyszłym o kolejne 16%. Utrzymująca się poprawa perspektyw zysków przedsiębiorstw skłaniała wiele instytucji finansowych do rewizji w górę docelowych poziomów indeksu, co dodatkowo wspierało sentyment inwestorów i znajdowało odzwierciedlenie w wynikach osiągniętych przez amerykański rynek akcji w maju.

Rynki wschodzące

Na tle rynków rozwiniętych bardzo dobrze prezentowały się również rynki wschodzące. Indeks MSCI Emerging Markets wzrósł w maju o 9,50% w ujęciu m/m, zwiększając stopę zwrotu od początku roku do 24,76%. Warto jednak zauważyć, że za znaczną część tegorocznych wzrostów odpowiada relatywnie niewielka grupa największych spółek. Bliższa analiza struktury indeksu pokazuje, że po wyłączeniu kilku podmiotów o największym udziale w indeksie przewaga rynków wschodzących nad rynkiem amerykańskim od początku roku wyraźnie maleje. Sugeruje to, że tegoroczne wyniki MSCI Emerging Markets mają charakter bardziej skoncentrowany, niż mogłoby wynikać z samego zachowania szerokiego indeksu.

Warto również zwrócić uwagę na Koreę Południową, która stała się jednym z głównych beneficjentów tegorocznej hossy na rynkach wschodzących. Tamtejszy rynek akcji wzrósł w ciągu ostatnich 12 miesięcy o blisko 200%, co przełożyło się na awans Korei do grona siedmiu największych rynków akcji na świecie pod względem kapitalizacji. Wzrostom towarzyszy rekordowa aktywność inwestorów indywidualnych oraz rosnące wykorzystanie lewarowania, co dobrze obrazuje skalę optymizmu panującego obecnie na tamtejszym rynku. Podobnie wygląda sytuacja na Tajwanie, który dzięki dominującej pozycji w globalnym łańcuchu dostaw półprzewodników pozostaje jednym z najważniejszych beneficjentów zwiększonych nakładów inwestycyjnych związanych z rozwojem sztucznej inteligencji.

Polska

W maju główny indeks polskiego rynku akcji WIG wzrósł o 6,61%, co przełożyło się na stopę zwrotu na poziomie 16,87% od początku roku. Jeszcze lepiej zachowywały się średnie spółki skupione w indeksie mWIG40, który zyskał w maju 7,66%, zwiększając tegoroczną stopę zwrotu do blisko 17,65%.

Sezon wyników na GPW wypadł solidnie – wiele spółek pokazało rezultaty lepsze od oczekiwań, choć jednocześnie widoczne było spowolnienie tempa wzrostu w ujęciu r/r w części sektorów. Obraz rynku był mocno zróżnicowany: jedne branże, takie jak surowcowa czy e-commerce, wyróżniały się pozytywnie, podczas gdy inne – jak banki, klasyczna energetyka czy część przemysłu – pozostawały pod presją kosztów, regulacji lub wysokiej bazy. W ujęciu całościowym sezon wyników należy ocenić jako relatywnie korzystny na tle oczekiwań rynkowych.

Europa

Maj przyniósł kontynuację wzrostów na europejskich rynkach akcji, choć skala zwyżki pozostała umiarkowana z uwagi na to, że zachowanie regionu było w dużym stopniu uzależnione od zmian nastrojów wokół geopolityki, cen energii oraz oczekiwań wobec polityki pieniężnej. Indeks MSCI Europe wzrósł w maju o 2,03%, a od początku roku zyskał 5,04%, korzystając z poprawy sentymentu po wcześniejszych napięciach rynkowych oraz z relatywnie dobrego sezonu wyników spółek. Wzrost ten nie miał jednak charakteru jednolitego ani w pełni fundamentalnego – był wspierany przede wszystkim przez wybrane segmenty rynku, podczas gdy w tle utrzymywały się oznaki słabnącej aktywności gospodarczej w strefie euro oraz podwyższonej niepewności co do dalszego przebiegu inflacji.

Głównym wsparciem dla europejskich akcji pozostawały wyniki spółek, które okazały się lepsze od wcześniejszych oczekiwań analityków. Zyski na akcję w indeksie MSCI Europe wzrosły średnio o 7,5% r/r, podczas gdy przed sezonem rynek zakładał wzrost bliższy 2,5%, co oznaczało najlepszy sezon wyników w Europie od około trzech lat. Najmocniej pozytywnie wyróżniał się sektor energetyczny, gdzie dynamika zysków sięgnęła 22%, wobec wcześniejszych oczekiwań na poziomie 5,6%, korzystając z wyższych cen ropy i gazu. Bardzo dobre wyniki notowały również spółki technologiczne, których zyski wzrosły o 16,4% r/r, a także sektor finansowy, który pobił dwukrotnie wcześniejsze oczekiwania.

Z drugiej strony poprawa wyników i wzrost indeksów nie oznaczały istotnej poprawy obrazu makroekonomicznego regionu. Majowe dane dla strefy euro nadal wskazywały na osłabienie aktywności gospodarczej, a wrażliwa na zakłócenia gospodarka regionu w I kwartale wzrosła jedynie o 0,1% k/k, co potwierdzało, że strefa euro nadal porusza się blisko stagnacji. Pogarszające się wskaźniki koniunktury sugerowały ponadto słabość zarówno przemysłu, jak i usług. Wraz ze wzrostem oczekiwań na deeskalację konfliktu na Bliskim Wschodzie w trakcie miesiąca widoczne było również stopniowe odbudowywanie napływu kapitału na rynki europejskie.

Złoto

Maj przyniósł na rynku złota kontynuację przebiegu notowań z kwietnia. Po krótkim odbiciu w pierwszej fazie miesiąca ceny weszły w fazę korekty. Na zachowanie rynku w maju w największym stopniu oddziaływało w dalszym stopniu nie tyle klasyczne poszukiwanie „bezpiecznej przystani”, ile wpływ wysokich cen ropy na oczekiwania inflacyjne i perspektywy polityki pieniężnej. Kolejne epizody napięć geopolitycznych wokół Iranu i cieśniny Ormuz podbiły niepewność oraz ceny energii, a przez to wzmacniały obawy, że inflacja utrzyma się dłużej na podwyższonym poziomie, co ograniczało przestrzeń do łagodzenia polityki monetarnej największych gospodarek, w tle pojawiały się coraz częściej oczekiwania podwyżek stóp. W takim otoczeniu złota szkodziły jednocześnie mocniejszy dolar oraz wyższe rentowności obligacji skarbowych wpływające na wzrost kosztu alternatywnego utrzymywania aktywa nieprzynoszącego odsetek.

Dopiero pod koniec miesiąca rynek częściowo ustabilizował się po doniesieniach o możliwym postępie w rozmowach na linii USA-Iran, które chwilowo obniżyły presję ze strony ropy i tym samym dawały nadzieję na wygładzenie negatywnych oczekiwań inflacyjnych. Ostatecznie złoto zakończyło miesiąc na poziomie 4539,67 USD/oz, czyli 1,64% poniżej poziomu z początku maja, co potwierdza, że miesiąc miał charakter korekcyjny, choć skala ruchu cen nie była na tyle duża, by mówić o trwałym załamaniu wcześniejszego trendu.

Istotnym uzupełnieniem obrazu rynku jest także aktywność banków centralnych, w tym Narodowego Banku Polskiego – popyt w pierwszym kwartale zwiększył się o 17% względem ostatniego kwartału 2025. NBP w styczniu oficjalnie ogłosił zamiar zwiększenia rezerw złota do 700 ton, a na koniec kwietnia wartość oficjalnych aktywów rezerwowych Polski wzrosła do 297,6 mld USD. Zasób złota NBP urósł już do około 595-600 ton, co oznacza dalszą konsekwentną realizację tej strategii. Sam fakt utrzymywania zakupów przez bank centralny nie musiał wspierać bieżącej ceny w ujęciu krótkoterminowym, ale wzmacniał fundamentalne tło rynku i potwierdzał, że popyt instytucjonalny pozostaje ważnym elementem długoterminowej równowagi na rynku złota.

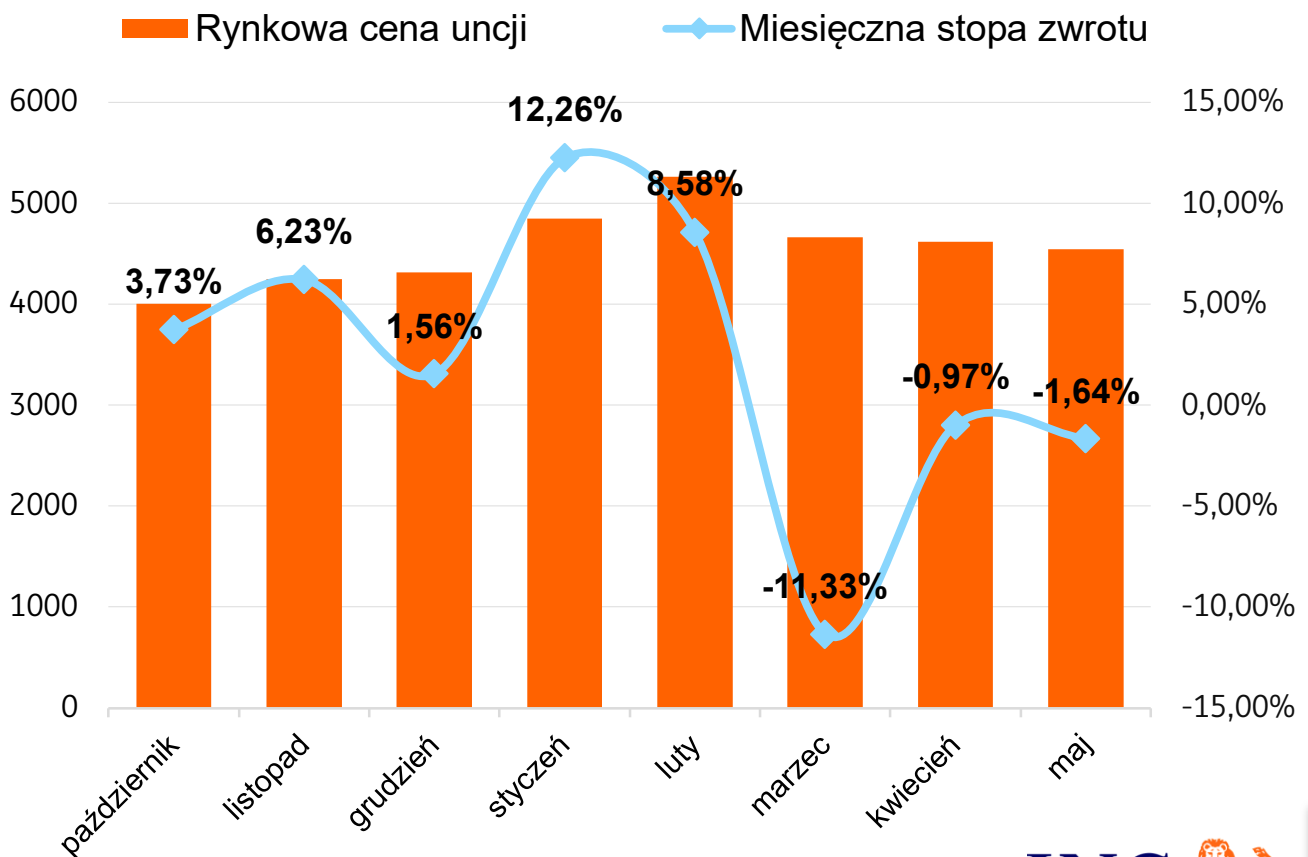
Z perspektywy globalnego popytu warto odnotować jeszcze trzy sygnały, które miały znaczenie raczej dla średnioterminowej oceny rynku niż dla samych notowań w maju. Po pierwsze, pomimo istotnych spadków notowań od początku konfliktu napływy do funduszy ETF pozostawały dużo bardziej stabilne – wykazując 6,6 mld napływów w kwietniu, a uwzględniając dane za maj liczba ton pod zarządzaniem wzrosła o 37,4 tony, czyli 0,9%. Według aktualnych danych udział złota w rezerwach banków centralnych wzrósł w 2025 roku do 26,6%, co było najwyższym poziomem od 1993 roku, natomiast udział w portfelach inwestorów prywatnych zwiększył się do 2,7%, osiągając najwyższy poziom od 1984 roku. Oznacza to, że po wieloletnim spadku obserwowanym od lat 80. znaczenie złota ponownie rośnie zarówno w sektorze oficjalnym, jak i w prywatnej alokacji aktywów.

Dodatkowo, World Gold Council wskazała w maju, że podwyżka cła importowego na złoto w Indiach z 6% do 15% może ograniczyć popyt jubilerski i inwestycyjny w tym kraju o 50-60 ton (-10% rok do roku) w całym 2026 r., co stanowi lekko negatywny czynnik po stronie fizycznego popytu.

Elementy te sugerują, że fundamenty złota pozostawały relatywnie solidne, ale krótkoterminowo rynek nadal był podatny na wahania wywoływane przez politykę stóp procentowych, dolara i sytuację płynnościową inwestorów.

Miesięczne stopy zwrotu i wyceny złota

%, USD/oz, m/m



Źródło: stooq

Autorzy:

Łukasz Sałachewicz, DI

Senior Ekspert, Tribe - Inwestycje

lukasz.salachewicz@ing.pl

Maciej Mętlewicz

Junior Specialist, Tribe - Inwestycje

maciej.metlewicz@ing.pl