



Rynek długu

Po czerwcu, który pozwolił nieco odetchnąć inwestorom, sytuacja w lipcu, uległa gwałtownemu pogorszeniu, skutkując silnym wzrostem rentowności obligacji skarbowych. Dochodowości dziesięcioletnich obligacji wzrosły z 5,26% do 5,68%, pięcioletnich z 4,70% do 5,12%, a dwuletnich z 4,05% do 4,29%. Rentowności amerykańskich obligacji 10-letnich, w reakcji na niepewność strategii FED, powróciły w pobliże poziomu 4,7%, a 10-letnich Bundów przekroczyły próg 3,18%.

Głównymi motorami wyprzedaży papierów dłużnych była ponowna eskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie oraz paraliż logistyczny w Cieśninie Ormuz, które wywołały skok cen ropy. Wyższe koszty energii i paliw natychmiast przełożyły się na prognozy inflacyjne. Banki centralne zmuszone zostały do zatrzymania cyklu luzowania w obawie przed drugą falą wzrostu cen.

Rada Polityki Pieniężnej na posiedzeniu w pierwszych dniach lipca nie zmieniła stóp procentowych, a prezes Glapiński podczas konferencji po posiedzeniu prezentował bardzo gołębi ton, nie wykluczając wniosku o obniżkę stóp po wakacyjnej przerwie. Wstępny odczyt inflacji za lipiec (3%) zmienił narrację banku w sprawie stóp procentowych z łagodnego optymizmu w kierunku bardziej jastrzębiego podejścia. Za wzrost cen odpowiadało głównie wygaśnięcie programów tarczy paliwowej (powrót VAT do 23%) i Wzrost cen ropy naftowej na rynkach światowych. Wśród członków Rady Polityki Pieniężnej pojawiły się głosy krytyki wobec przedwczesnych zapowiedzi luzowania polityki monetarnej. Eksperci podkreślają, że ze względu na rosnące ryzyko na rynkach surowcowych oraz utrzymującą się presję cenową w sektorze usług, kolejnym krokiem RPP w pierwszym kwartale 2027 roku może być podwyżka, a nie obniżka stóp procentowych.

Europejski Bank Centralny utrzymał stopy na dotychczasowym poziomie, a decyzji towarzyszyła jastrzębia komunikacja. Podczas konferencji Ch. Lagarde zwróciła uwagę na przewagę ryzyk inflacyjnych oraz ryzyk dla wzrostu gospodarczego skierowanych w dół. Ujawniła również, że część członków Rady Prezesów opowiadała się już na obecnym posiedzeniu za podwyżką stóp procentowych. Powiedziała, że jeśli ceny ropy nie zaczną znacząco spadać w najbliższych tygodniach, wrześniowe projekcje makroekonomiczne EBC powinny bardzo wyraźnie wskazać na potrzebę dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej.

Amerykański Bank Centralny, zgodnie z oczekiwaniami nie zmienił stóp procentowych, decyzja nie była podjęta jednogłośnie, 3 z 12 członków głosowało za podwyżką 25 pb. Komunikat po posiedzeniu był bardzo zwięzły, wspomniał, że inflacja pozostaje wysoka (powyżej celu 2%), a aktywność gospodarcza solidna. Stopy procentowe w utrzymanym przedziale mają wspierać realizację podwójnego mandatu Fed, a Komitet zapewni stabilność cen. Kolejne posiedzenie FOMC jest zaplanowane na 15-16 września, zostanie wówczas opublikowana aktualizacja prognoz makro i wykres dot-plot.

W lipcu odbyły się trzy przetargi sprzedaży obligacji skarbowych, na których Ministerstwo Finansów uplasowało papiery o łącznej wartości ponad 35 mld PLN, największy udział miały obligacje stałokuponowe (PS0731). Stopień sfinansowania potrzeb pożyczkowych brutto na 2026 rok wynosi około 70%.



Rynek akcji polskich

6850 dni musiało minąć, zanim indeks WIG20 zamknął dzienne notowania na nowym maksimum. Doszło do tego 31 lipca 2026 roku. To jedynie ciekawostka, bo stopa zwrotu total return, czyli z uwzględnieniem dywidend, wyniosła w tym okresie 96%, ale stanowi sympatyczne podsumowanie świetnego miesiąca dla polskich akcji. Indeks szerokiego rynku WIG zamknął lipiec ze wzrostem na poziomie 8,7%, wyraźnie wyróżniając się na tle rynków europejskich (DAX40 +2,5%, CAC40 +1,3%, FTSE100 +3,5%), amerykańskiego (S&P500 -0,1%, NASDAQ100 -3,2%), a także pozostałych krajów rozwijających się (MSCI EM -3,3%).

Za te imponujące wzrosty warszawskiego parkietu po raz kolejny odpowiadały największe przedsiębiorstwa. Stopa zwrotu skupionego wokół nich indeksu WIG20TR wyniosła 9,4%. Kroku dotrzymywały im spółki o średniej kapitalizacji (mWIG40TR +8,7%), natomiast wyraźnie słabiej zachowywał się reprezentujący mniejsze firmy sWIG80TR (+1,3%). Na specjalne wyróżnienie w minionych tygodniach zasługują akcje XTB, których wartość w lipcu urosła o 39%! Było to efektem znakomitych wyników za drugi kwartał, niewiele tylko niższych niż w rekordowym pierwszym kwartale tego roku. Drugie miejsce na podium wśród stóp zwrotu spółek z omawianych wcześniej indeksów zajęło Pepco (+26,5%), które kontynuuje dobrą passę po udanych dezinwestycjach Poundlandu i sklepów Dealz, dotychczas mocno obciążających sprzedaż porównywalną (LFL) i zyski spółki. Wzrosty bliskie 20% notowały również akcje Allegro, Asseco Poland, LPP czy Żabki.

To właśnie w segmencie przedsiębiorstw handlowych działa się w minionych tygodniach najwięcej. Nie tylko Pepco dostarczyło inwestorom powodów do zadowolenia. Także Allegro zaskoczyło bardzo dobrymi wstępnymi wynikami za drugi kwartał, z solidnym wzrostem przychodów w Polsce i za granicą oraz dalszą poprawą rentowności. Królem prasowych nagłówek była jednak Żabka Group, po tym jak pojawiły się spekulacje o jej przejęciu przez Seven & I Holdings, japońskiego właściciela sklepów 7-Eleven. To rozgrzało wyobraźnię inwestorów: średni dzienny wolumen obrotu akcjami spółki w lipcu dwukrotnie przekraczał średnią z ostatnich dwunastu miesięcy, a kurs z impetem wspiął się na rekordowe poziomy. Z oficjalnie potwierdzonych przez Japończyków negocjacji nic jednak nie wyszło. Zanim rynek zdążył na dobre ochłonąć, pojawiła się informacja, że wezwanie na 100% akcji Żabki zamierza ogłosić Alimentation Couche-Tard, właściciel sieci stacji Circle K oraz kilku mniejszych sieci sklepów convenience. Kanadyjska firma poinformowała, że ma umowę z funduszami private equity, największymi akcjonariuszami spółki, oraz nieodwołalne przyrzeczenie sprzedaży przez nie akcji odpowiadających łącznie 57% kapitału spółki. Jeśli wezwanie dojdzie do skutku, będzie to największa gotówkowa transakcja w historii polskiej giełdy, o wartości przekraczającej 32 miliardy złotych. Dodatkowego smaczku dodaje fakt, że Alimentation Couche-Tard próbował wcześniej przejąć Seven & I Holdings, japońskiego właściciela sieci 7-Eleven.

W najbliższych tygodniach warto przyglądać się informacjom spływającym ze sprawozdań finansowych spółek za drugi kwartał. Jak wynika z prognoz analityków biur maklerskich, wzrosty zysków w ujęciu rok do roku mają być bardzo solidne (~12%), głównie za sprawą Orlenu i KGHM, beneficjentów cen na rynkach surowcowych oraz zaburzeń podaży na rynku paliw. Czynnikiem ryzyka pozostaje wciąż niezakończony konflikt na Bliskim Wschodzie, gdzie doszło do kolejnej eskalacji pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a Iranem.



Globalny Rynek Akcji

Lipiec przyniósł gwałtowny wzrost zmienności rynkowej i eskalację napięć geopolitycznych, które nieco podskórnie narastały na rynkach już w czerwcu. Naturalnie nie rozwiązana została kwestia irańska, gdzie Donald Trump wielokrotnie wygrażał reżimowi, żeby zaraz oznajmiać przełom w negocjacjach. To nie jest nowy czynnik, ale w oczekiwaniu na raporty ze spółek z wynikami za II kw. br. rynek koncentrował się na tematach zastępczych. Niemniej po dużych spadkach w poprzednich miesiącach, cena ropy Brent w lipcu gwałtownie wzrosła o ponad 20%, co wywołało ponowną falę obaw o wyższą dynamikę inflacji w średnim terminie, mimo że odczyty bazowej dynamiki inflacji PCE za czerwiec były wyraźnie niższe od oczekiwań rynkowych (2,6% r/r wobec 2,8% r/r oczekiwane). Nieco lepiej w tym otoczeniu zachowywały się ceny złota, które zwyżkowały o niemal 1%, a w globalnym koszyku akcji najslabiej wypadły akcje z rynków wschodzących. Warto jednak zaznaczyć, iż miało tu miejsce bardzo duże zróżnicowanie stóp zwrotu, gdyż indeks polskiego rynku akcji WIG wzrósł o niemal 9%, będąc jednym z najlepiej zachowujących się rynków akcji na świecie, podczas gdy koreański KOSPI runął o przeszło 22%. Jest to sytuacja bez precedensu, lecz ściśle związana z korektą wycen producentów pamięci, którzy mają dominujący udział w indeksie KOSPI.

KLASA AKTYWÓW	INDEKS	↑ 1M	3M	6M	YTD	12M	24M	36M
AKCJE	MSCI World Value	3,51%	5,10%	5,03%	13,19%	22,33%	32,98%	49,21%
	MSCI World	0,46%	4,02%	7,44%	9,42%	18,94%	35,73%	58,21%
	MSCI World Small Cap	-2,43%	2,58%	7,89%	12,86%	23,70%	31,93%	44,27%
	MSCI World Growth	-2,48%	3,07%	10,00%	5,76%	15,37%	37,80%	66,40%
	Indeks VIX	-2,80%	-5,33%	-12,16%	6,96%	-4,37%	-2,26%	17,31%
	MSCI Emerging Markets	-3,31%	4,10%	14,66%	18,62%	34,00%	53,57%	59,12%
FX I SUROWCE	Ropa Brent	23,59%	-20,95%	30,22%	48,10%	24,25%	11,65%	5,33%
	Bloomberg Commodity Index	7,21%	-6,02%	11,94%	20,39%	30,51%	36,92%	23,02%
	Złoto spot	0,95%	-12,38%	-7,23%	-6,33%	22,99%	65,31%	105,90%
	EURPLN	0,19%	1,20%	0,39%	2,15%	0,75%	0,43%	-2,21%
	Bloomberg Dollar Spot Index	-1,26%	1,24%	0,89%	0,27%	-1,21%	-3,74%	-0,92%
DŁUG	Bloomberg Global High Yield Index	-0,28%	0,61%	0,94%	1,85%	6,44%	18,46%	32,47%
	Bloomberg Global Aggregate Index	-0,53%	-0,90%	-0,44%	-0,75%	1,60%	6,07%	9,25%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

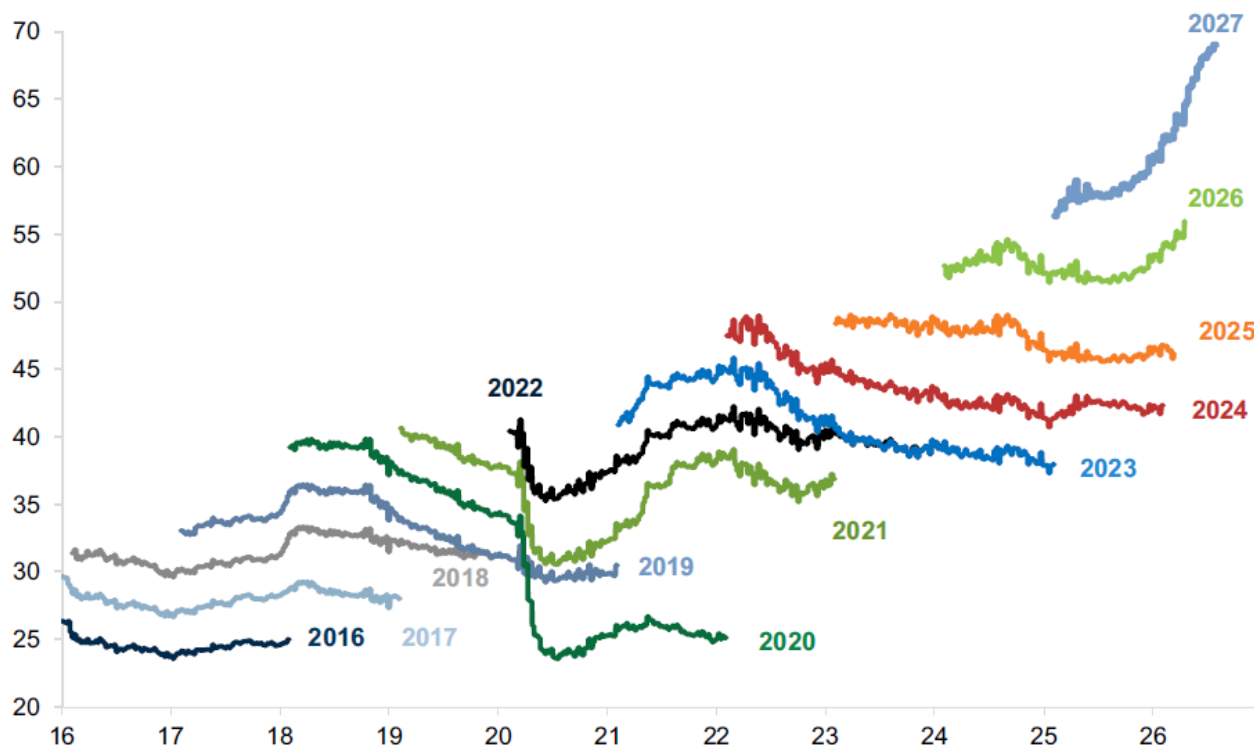
W obszarze polityki monetarnej lipiec przyniósł pierwsze posiedzenie FOMC pod przewodnictwem Kevina Warsha, na którym stopy procentowe zostały po raz kolejny utrzymane na niezmiennym poziomie. Komunikaty płynące z amerykańskiego banku centralnego potwierdziły, że w obliczu wciąż solidnego wzrostu gospodarczego i lepiej inflacji bazowej, cięcia stóp nie są priorytetem w krótkim okresie. Rynek długu zareagował na to wyprzedzają obligacji i wzrostem rentowności papierów długoterminowych, co dodatkowo ciążyło spółkom wzrostowym, sprzyjając jednocześnie sektorowi finansowemu. Lipiec przyniósł wyraźną rotację kapitału z wielkich spółek technologicznych (hyperscalerzy) w stronę sektorów tradycyjnych, wartościowych (value) oraz spółek przemysłowych i finansowych.

Głównym czynnikiem napędzającym ten ruch była rosnąca skrupulatność inwestorów w rozliczaniu gigantów technologicznych z ogromnych nakładów inwestycyjnych na infrastrukturę sztucznej inteligencji. Wątpliwości co do tempa komercjalizacji i monetyzacji wdrażanych rozwiązań AI doprowadziły do odczuwalnej realizacji zysków w sektorze półprzewodników i spółkach technologicznych o wysokich wycenach. Trzeba zaznaczyć, iż w drugiej połowie lipca owa realizacja zysków przybrała formę krachu w wycenach części spółek z szerokiego koszyka sztucznej inteligencji, w szczególności wycen tzw. neocloudów, wielu spółek związanych z infrastrukturą centrów danych oraz producentów pamięci. Warto podkreślić, iż indeks amerykańskich spółek z sektora półprzewodników (Philadelphia Stock Exchange Semiconductor Index) zniżył się w lipcu o niemal 21%, co było największym miesięcznym spadkiem od krachu z października 2008 r. po upadku Lehman Brothers. Niewątpliwie, rynki akcji zafundowały inwestorom huraganowy początek wakacji, co ustawiło wyceny w sektorze technologicznym na wyjątkowo niskim poziomie w przededniu rozpoczęcia publikacji raportów z wynikami za II kw. 2026 r.

To co najważniejsze do końca lipca, to oczywiście raporty czołowych graczy tj. hyperscalerów, z których wielka czwórka (Amazon, Microsoft, Meta Platforms oraz Alphabet) zaraportowała wyniki w drugiej połowie lipca. Inwestorzy nie otrzymali zauważalnego podniesienia wydatków inwestycyjnych na infrastrukturę sztucznej inteligencji oraz centra danych, ale podtrzymane zostały deklaracje (na razie bez konkretnych liczb) w zakresie wydatków w 2027 r. Wydatki na 2026 r. podniosły Amazon oraz Alphabet, ale raczej ma to znaczenie symboliczne oraz związane było z przejściowymi czynnikami jak np. znaczny wzrost cen pamięci RAM i HBM. Istotne jest, iż zarząd Amazona rzucił nieco światła na przyszłe stopy zwrotu z tychże ogromnych wydatków inwestycyjnych, zaznaczając że dotychczasowe marże z inwestycji w AI nieco przewyższają historyczne poziomy marż w porównywalnym momencie rozwoju Amazon Web Services. Z kolei władze Alphabet wykazały bardzo wysokie dynamiki wzrostu biznesu związanego ze sztuczną inteligencją. Przykładowo, z flagowego Gemini korzysta aktywnie niemal 1 miliard użytkowników, co oznacza 3-krotny wzrost tej metryki w ciągu roku. Warto podkreślić, że poza Microsoftem, który wykazał nieco wyższe od oczekiwanych wolne przepływy pieniężne (FCF), pozostali wielcy gracze wykazali bardzo niskie poziomy FCF, wokół czego narosły ogromne obawy w poprzednich tygodniach. Niemniej inwestorzy dostali wyraźne argumenty liczbowe wskazujące, że biznes związany z AI rośnie w niespotykanym tempie i powyżej oczekiwań rynkowych, co jest połączone z symptomami szybszej monetyzacji ogromnych wydatków inwestycyjnych. Tutaj obawy rozwiały zwłaszcza w/w komentarze zarządu Amazona, czyli największego gracza na rynku. Podsumowując, asumptem do gwałtownego odbicia wycen w sektorze technologii na sam koniec lipca było rosnące przekonanie, iż co prawda wydatki inwestycyjne na sztuczną inteligencję nadal będą nominalnie wysokie w kolejnych latach, ale zwrot z tych wydatków staje się coraz bliższy i realny, a nie oparty tylko na deklaracjach. Mówiąc inaczej, inwestorzy mogą już przygotowywać się do liczenia mitycznego ROIC-u na tych wydatkach, a nie tylko spekulować kiedy i w jakiej wysokości te zwroty wystąpią. W szerszym kontekście, z dotychczas otrzymanych raportów wynikowych wyłania się nie mniej optymistyczny obraz, aniżeli po niezwykle udanym okresie raportów za I kw. br. To wpływa na wzrost oczekiwań poprawy wyników w kolejnych okresach, co widać na poniższym wykresie i mocno pozytywnie wyróżnia się w przebiegu, w odniesieniu do poprzednich lat:

Wyniki finansowe są dobre, a korekty prognoz nadal rosną

Konsensusowe prognozy zysku na akcję (EPS) indeksu MSCI AC World (w USD)



Źródło: Goldman Sachs Research.

Na bardziej rozległe podsumowanie wyników za II kw. br. przyjdzie czas po sierpniu, kiedy będziemy mieli pełen zestaw wyników. Początek jest o tyle obiecujący, ponieważ pomimo lipcowego tąpnięcia od kwietnia poszerzało się spektrum hossy, ale nie uczestniczyły w nim największe spółki technologiczne. Dość powiedzieć, że na koniec czerwca cała piątka hyperscalerów notowała stopy zwrotu od początku roku niższe niż indeks NASDAQ100, co było najlepszym odzwierciedleniem obaw rynku o praktycznie zerujące się wolne przepływy pieniężne w tych spółkach. Wydaje się, że wyniki za II kw. uspokoiły inwestorów i w kolejnych miesiącach możemy liczyć na kontynuację hossy, która obejmie także największych graczy w sektorze technologii.

INDEKSY (31.07.2026)	↑ 1M	3M	6M	YTD	12M	24M	36M
WIG	8,67%	14,70%	18,07%	25,73%	36,63%	74,76%	103,96%
DAX	2,53%	5,50%	4,44%	4,65%	6,50%	38,47%	55,83%
STOXX 600 Europe	1,16%	6,20%	6,25%	9,63%	18,88%	25,28%	37,73%
Dow Jones Industrial Average	0,32%	5,71%	7,35%	9,20%	18,93%	28,51%	47,60%
S&P 500	-0,13%	3,89%	7,94%	9,41%	18,15%	35,63%	63,21%
Russell 2000	-3,08%	4,69%	12,15%	18,11%	32,54%	30,02%	46,33%
NASDAQ Composite	-3,20%	1,93%	8,15%	9,17%	20,13%	44,17%	76,87%
MSCI Emerging Markets	-3,31%	4,10%	9,02%	18,62%	34,00%	53,57%	59,12%
Nikkei 225	-8,14%	8,56%	20,70%	27,86%	56,71%	64,60%	94,02%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.



NOTA PRAWNA

Niniejszy materiał ma charakter informacyjno-marketingowy i nie stanowi: usługi doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego, rekomendacji lub gwarancji realizacji określonego celu inwestycyjnego lub uzyskania określonego wyniku finansowego, jak również oferty zawarcia umowy w rozumieniu art. 66 kodeksu cywilnego.

IPOPEMA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. działa na podstawie zezwolenia i jest nadzorowane przez Komisję Nadzoru Finansowego.

IPOPEMA TFI S.A. dokłada starań, aby niniejszy materiał był przygotowywany z należytą starannością. Wszelkie informacje zawarte w niniejszym materiale pochodzą ze źródeł własnych IPOPEMA TFI S.A. lub ze źródeł zewnętrznych uznanych przez IPOPEMA TFI S.A. za wiarygodne. IPOPEMA TFI S.A. nie gwarantuje, że informacje zawarte w materiale marketingowym są wyczerpujące, poprawne i kompletne i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Wszelkie opinie i oceny wyrażane w niniejszym materiale są opiniami i ocenami ich autorów lub IPOPEMA TFI S.A. i stanowią wyraz ich najlepszej wiedzy popartej informacjami z uznanych za kompetentne rynkowych źródeł, obowiązującymi w chwili jej sporządzania. Dane zawarte w Materiale mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia, dlatego w przypadku zamiaru podjęcia decyzji inwestycyjnych należy zapoznać się z aktualnymi dokumentami prawnymi Funduszu oraz skontaktować się z IPOPEMA TFI S.A., celem uzyskania aktualnych informacji. IPOPEMA TFI S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody powstałe w wyniku wykorzystania Materiału marketingowego niezgodnie z przeznaczeniem.

Ogólna treść noty prawnej oraz informacje o IPOPEMA TFI S.A. dostępne są pod adresem <https://ipopematfi.pl/nota-prawna>.

Materiał chroniony jest prawami autorskimi, a jego kopiowanie lub rozpowszechnianie wymaga uprzedniej zgody IPOPEMA TFI S.A.

IPOPEMA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. z siedzibą w Warszawie, pod adresem: ul. Próżna 9, 00-107 Warszawa, zarejestrowana przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000278264, NIP 108-000-30-69, kapitał zakładowy 10.599.441,00 zł w całości opłacony.

Materiał przeznaczony dla dystrybutorów i uczestników SFIO.