



## Rynek długu

W maju rentowności obligacji podlegały wahaniom pod wpływem napięć geopolitycznych na Bliskim Wschodzie oraz zmian cen ropy naftowej. Wzrost cen surowców podsycił obawy o inflację, co zmuszało rynki do żądania większej premii za ryzyko i powodowało chwilowe wyprzedaże papierów długoterminowych. Na polskim rynku długu pod koniec miesiąca nastroje uległy lekkiej poprawie dzięki opublikowaniu przez GUS szybkiego szacunku inflacji CPI za maj (3,1% r/r wobec oczekiwanych przez rynek 3,7%). Niższy od prognoz odczyt wyhamował dalszą wyprzedaż polskich obligacji, rentowności dwuletnich papierów zatrzymały się na poziomie 4,38% (4,56% na koniec kwietnia), pięcioletnich 5,11% (5,34% na koniec kwietnia), a dziesięcioletnich 5,60% (5,73% na koniec kwietnia). Rentowność dziesięcioletnich papierów amerykańskich wzrosła z 4,37% do 4,43%. Obligacje niemieckie, pomimo lokalnych szczytów w połowie i na koniec miesiąca (3,18%) zakończyły miesiąc na poziomie 2,93% (3,03% na koniec kwietnia).

Europejski Bank Centralny i Amerykański nie odbyły w maju posiedzeń decyzyjnych w sprawie stóp procentowych. Z opublikowanego protokołu z posiedzenia EBC na koniec kwietnia wynika, że wielu spośród członków nie sprzeciwiłoby się podwyżce stóp. W protokole stwierdzono, że utrzymanie stabilności cen może wymagać zacieśnienia polityki pieniężnej, aby zapobiec odkształceniu oczekiwań inflacyjnych, nawet jeśli zaostrzyłoby to negatywny wpływ szoku na gospodarkę. Najbliższe, decyzyjne posiedzenie banku odbędzie się w dniach 10-11 czerwca.

Protokół z posiedzenia FED stwierdza, że większość uczestników posiedzenia podkreśliła, że pewne zaostrzenie polityki pieniężnej prawdopodobnie będzie właściwe, jeśli inflacja utrzyma się powyżej 2%. Utrzymujące się wysokie odczyty inflacji w połączeniu z niepewnością odnośnie trwania i skutków gospodarczych konfliktu na Bliskim Wschodzie mogą wymagać utrzymania obecnego nastawienia w polityce pieniężnej dłużej niż wcześniej przewidywano. Kolejne posiedzenie Fed, pod wodzą nowego prezesa Kevina Warsha, jest zaplanowane na 16-17 czerwca.

Na posiedzeniu w pierwszych dniach czerwca Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe na dotychczasowym poziomie (stopa referencyjna 3,75%). Podczas konferencji prezes Glapiński, jako jeden z głównych czynników, które stały za decyzją RPP wskazał fakt, że inflacja pozostaje w przedziale dopuszczalnych odchyłeń od celu. W ocenie NBP efekt inflacyjny, związany z konfliktem na Bliskim Wschodzie, jest mniejszy od wcześniejszych obaw i zdecydowanie słabszy niż w latach 2021-22. Mniej napięta jest sytuacja na rynku pracy, a wzrostowi cen ropy naftowej nie towarzyszą zakłócenia w łańcuchach dostaw (z wyjątkiem paliw). Ponadto stopy procentowe są wyższe niż u progu poprzedniego szoku energetycznego i realnie dodatnie. Jednocześnie kurs PLN pozostaje stabilny. Tempo wzrostu płac nadal się obniża, co jest korzystne z punktu widzenia inflacji. Ewentualna dyskusja o podwyżkach stóp procentowych mogłaby się pojawić, gdyby ceny paliw wzrosły w sposób trwały, a rząd wycofał się z działań na rzecz ich stabilizacji.

W maju odbyły się trzy przetargi sprzedaży obligacji, na których Ministerstwo Finansów uplasowało papiery o łącznej wartości ponad 32 mld PLN. Największy udział w sprzedaży miały 5-letnie obligacje stałokuponowe (PS0731).



## Rynek akcji polskich

Maj był bardzo udanym miesiącem dla polskiego rynku akcji. Szeroki indeks WIG wzrósł o 6,61%, WIG20 zyskał 6,42%, a mWIG40 i sWIG80 o 8,32% i o 5,05% odpowiednio. Na tle głównych rynków europejskich i amerykańskich polskie akcje zachowywały się bardzo dobrze. Dla porównania niemiecki DAX wzrósł o 3,34%, francuski CAC40 o 2,36%, brytyjski FTSE100 o 0,72%, a amerykański S&P500 o 5,26%.

Najmocniejszą spółką w indeksie WIG20 było Allegro (+16,9%). Inwestorzy pozytywnie ocenili wyniki finansowe za pierwszy kwartał. Na plus zaskoczyła rentowność w Polsce w tym okresie oraz tempo wzrostu sprzedaży na marketplace na rynkach zagranicznych. Dodatkowo zmniejsza się presja wynikająca z wieloletniego nawisu podażowego po wcześniejszych dużych transakcjach akcjonariuszy finansowych. Po kilku latach poruszania się kursu w szerokim trendzie bocznym rynek zaczął dostrzegać potencjał do istotniejszego odreagowania wyceny. Warto również dodać, że Allegro aktywnie rozwija rozwiązania oparte na sztucznej inteligencji, prezentując własnego agenta zakupowego, który ma usprawnić proces wyszukiwania produktów i personalizacji zakupów.

Drugim najmocniejszym komponentem WIG20 był KGHM (+15,4%). Głównym motorem wzrostu pozostawały rosnące ceny miedzi na światowych rynkach oraz bardzo dobre wyniki raportowane za 1 kwartał tego roku.

Znacznie słabiej zachowywały się spółki związane z handlem detalicznym. Akcje Dino Polska (-3,9%) pozostawały pod presją niekorzystnych informacji medialnych dotyczących sytuacji pracowniczej i protestów części załogi. Negatywny przekaz medialny dodatkowo pogarszał sentyment inwestorów wobec spółki. Jednocześnie cały sektor spożywczy pozostaje w trudnym otoczeniu. Pogłębiająca się deflacja koszyka zakupowego oraz silna walka sieci handlowych o wolumen sprzedaży prowadzą do utrzymującej się presji cenowej, co negatywnie wpływa na perspektywy marż w branży.

Najslabszą spółką miesiąca był CD Projekt (-15,6%). Inwestorzy negatywnie przyjęli ogłoszenie spółki, że nowy dodatek do Wiedźmina 3 zostanie wydany dopiero w 2027 roku. Znaczna część rynku liczyła na premierę jeszcze w 2026 roku, dlatego przesunięcie oczekiwań przełożyło się na realizację zysków i wyraźną korektę kursu.

W centrum uwagi pozostawało również Modivo. Spółka wcześniej dwukrotnie obniżyła swoje oczekiwania dotyczące wyników EBITDA za 2025 rok – z poziomu około 2,4 mld zł do 1,4 mld zł. W maju, jeszcze przed publikacją raportu za 2025 rok, spółka dokonała kolejnych odpisów aktualizujących wartość aktywów (za rok 2025). Działania te wskazują na problemy nowego konceptu WorldBox już na samym początku jego rozwoju.

W maju mieliśmy także debiut giełdowy na GPW spółki REX Concept. Akcje w ofercie publicznej były obejmowane po cenie minimalnej wynoszącej 14,00 zł za walor. Łączna wartość oferty wyniosła 497,8 mln zł. Pierwszy dzień notowań nie był udany. Kurs przez cały dzień utrzymywał się poniżej ceny emisyjnej, a sesja zakończyła się na poziomie 13,60 zł, co oznaczało spadek o 2,9% względem ceny z oferty.

W tym okresie nadal główna uwaga inwestorów spoczywała na doniesieniach dotyczących negocjacji pokojowych na Bliskim Wschodzie. Kolejne tygodnie to utrzymująca się zmienność. Gdy jedna strona deklarowała gotowość do porozumienia, druga zgłaszała nowe warunki lub wycofywała się z wcześniejszych ustaleń. Rynki wielokrotnie

reagowały naprzemiennie optymizmem i rozczarowaniem. Trzeba jednak podkreślić, że pomimo trwającego konfliktu, utrzymujących się wysokich cen ropy, indeks WIG wzrósł od momentu wybuchu konfliktu do końca maja o 8%.

Dodatkowym wsparciem dla rynku były udany sezon publikacji wyników za pierwszy kwartał 2026 roku. W wielu sektorach rezultaty okazały się lepsze od oczekiwań analityków, co potwierdziło dobrą kondycję krajowej gospodarki oraz utrzymującą się wysoką odporność przedsiębiorstw na wymagające otoczenie makroekonomiczne.



**Globalny Rynek Akcji**

Maj przyniósł kontynuację spektakularnych wzrostów na rynkach akcji, do czego paliwem były w dużym stopniu wyniki amerykańskich spółek oraz zanikające kwestia irańska. Informacje o sytuacji w Cieśninie Ormuz i potencjalnym „dealu” administracji amerykańskiej z Iranem codziennie były w serwisach informacyjnych, ale wydaje się, że rynek niespecjalnie się tym przejmował aż do momentu bardziej zdecydowanych deklaracji Amerykanów o bliskim zakończeniu tego konfliktu, co jeszcze podsycało wzrosty na rynkach akcji. Równolegle, spadek globalnego ryzyka geopolitycznego przełożył się na lekkie uspokojenie na rynku długu skarbowego i obniżenie rentowności obligacji na rynkach bazowych. Była to ulga dla giełd, gdyż dochodowość amerykańskich obligacji 10-letnich zbliżała się wcześniej do niepokojącego poziomu 4,7% (maksimum niewidzianych od kilkunastu miesięcy), a rynek zaczął już poważnie wyceniać scenariusz podwyżki stóp procentowych przez Fed. Warto pamiętać, że na początku roku oczekiwania były zupełnie inne i zakładały obniżki. Odwrót od bezpiecznych przystani uderzył rykoszetem w surowce: ceny złota spot odnotowały w maju korektę (-1,68%), podobnie jak szeroki indeks Bloomberg Commodity Index (-3,84%), a najsilniejszy zjazd dotknął ropę Brent, która potaniała o ponad 19%. Złoty pozostał stabilny, lekko umacniając się do euro (EURPLN -0,59%).

KLASA AKTYWÓW	INDEKS	↑ 1M	3M	YTD	6M	12M	24M	36M
AKCJE	MSCI Emerging Markets	9,50%	7,08%	22,81%	26,17%	49,02%	64,42%	79,93%
	MSCI World Growth	6,89%	11,16%	8,96%	8,83%	27,24%	47,31%	87,16%
	MSCI World	4,37%	6,34%	9,38%	10,17%	25,42%	40,65%	73,03%
	MSCI World Small Cap	3,60%	3,64%	13,67%	14,59%	31,78%	38,92%	61,66%
	MSCI World Value	2,02%	2,03%	9,74%	11,45%	23,15%	33,53%	58,67%
	Indeks VIX	-9,30%	-20,24%	5,95%	-3,12%	-14,70%	22,60%	-11,71%
FX I SUROWCE	Bloomberg Dollar Spot Index	0,57%	1,14%	-0,21%	-1,38%	-1,23%	-4,03%	-3,62%
	EURPLN	-0,59%	0,21%	0,37%	-0,09%	-0,44%	-0,97%	-6,50%
	Złoto spot	-1,68%	-14,23%	4,82%	6,80%	37,65%	94,55%	130,68%
	Bloomberg Commodity Index	-3,84%	11,64%	23,85%	23,04%	35,87%	31,91%	38,67%
	Ropa Brent	-19,26%	27,24%	51,55%	45,92%	43,76%	12,99%	26,92%
DŁUG	Bloomberg Global High Yield Index	0,70%	0,51%	1,71%	2,71%	9,17%	21,10%	38,32%
	Bloomberg Global Aggregate Index	0,34%	-1,79%	0,24%	0,50%	2,99%	10,24%	11,09%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Patrząc na stopy zwrotu z indeksów, można by jednoznacznie stwierdzić, że hossa zdecydowanie się rozgrzała, a inwestorzy kompletnie zapomnieli o konflikcie na Bliskim Wschodzie. W naszej ocenie, rynek ma na uwadze ten konflikt i jego implikacje, lecz trzeba uczciwie stwierdzić, że nie są one na tyle znaczące, żeby przyćmić nadspodziewanie mocne wyniki spółek za I kw.br., zwłaszcza w obszarze technologii, aczkolwiek każdy z sektorów pozytywnie zaskoczył, zarówno na poziomie przychodów jak i zysków netto. W przypadku zysków netto, spółki z indeksu S&P 500 pokonały oczekiwania rynkowe o ponad 16%, co jest najlepszym wynikiem od 5 lat. O ile kwiecień stał pod znakiem niepewności i nerwowego wyczekiwania na deklaracje technologicznych gigantów (tzw. Hyperscalers), o tyle maj przyniósł rynkowi ulgę. Wyniki okazały się fundamentalnie silne, a gospodarka amerykańska – mimo wcześniejszych obaw o „lepkość” inflacji – wciąż wykazuje ogromną odporność.

W obszarze polityki monetarnej maj przyniósł ostateczne porzucenie złudzeń dotyczących szybkich i głębokich obniżek stóp procentowych przez Rezerwę Federalną (Fed). Retoryka członków FOMC w maju stała się wyraźnie jastrzębia. Rynek długu zaczął w pełni wyceniać scenariusz, w którym Fed utrzyma stopy na obecnym, wysokim poziomie przez większość 2026 roku, a ewentualna jedna obniżka jest odsuwana na sam koniec roku lub wręcz początek 2027. Efektem tego było ponowne podejście rentowności amerykańskich obligacji 10-letnich w kierunku psychologicznej barier 4,7%-4,8%. O ile jeszcze kwartał temu taki ruch wywołałby głęboką wyprzedź na giełdach, o tyle w maju rynek akcji wykazał się dużą odpornością – inwestorzy akceptują fakt, że wysokie stopy są pochodną silnej gospodarki, a nie problemów inflacyjnych, w odróżnieniu do Europejskiego Banku Centralnego (EBC), który znalazł się w nieco innej pozycji, wysyłając sygnały o możliwym zacieśnieniu polityki monetarnej.

Maj przyniósł wyraźną ulgę na rynku surowców energetycznych. Kluczowym wydarzeniem było osłabienie napięć w Cieśninie Ormuz i realne postępy w dyplomatycznych rozmowach między USA a Iranem. Efektem tego był gwałtowny spadek premii geopolitycznej. Cena ropy Brent zanotowała w maju głęboki regres, przebijając kluczowe poziomy wsparcia. Spadek cen ropy o blisko 20% w skali miesiąca to silny impuls dezinflacyjny dla globalnej gospodarki, co z dużym optymizmem zostało przyjęte przez rynki akcji, łagodząc jastrzębią retorykę Fedu. Złoto, po ustanowieniu historycznych maksimów w poprzednich miesiącach, w maju podlegało naturalnej korekcie i konsolidacji. Odływ kapitału do ryzykownych aktywów (akcji) oraz silniejszy dolar (Bloomberg Dollar Spot Index lekko w górę) ograniczały potencjał wzrostowy kruszcu w krótkim terminie.

W maju obserwowaliśmy kluczową zmianę narracji w sektorze technologicznym, a zwłaszcza w segmencie sztucznej inteligencji. Rynek przestał reagować euforycznie na same zapowiedzi wdrożeń AI. Inwestorzy zaczęli skrupulatnie rozliczać spółki z CapEx-u (nakładów inwestycyjnych) i marż operacyjnych. Potwierdziły się prognozy o istotnym wzroście kosztów budowy centrów danych. Presja na marże ze względu na drożejące komponenty (w tym pamięci HBM i zaawansowane układy chłodzenia) sprawiła, że akcje gigantów technologicznych poruszały się w trendzie horyzontalnym. Dlatego też w sektorach półprzewodników, elektrokomponentów i inżynierijno-infrastrukturalnych wciąż bije serce hossy. Ograniczenia podażowe i walka o moce produkcyjne w azjatyckich fabrykach sprawiają, że producenci chipów dyktują warunki cenowe, a maj przyniósł im kolejne rekordy zamówień. W branży software po głębokich spadkach z I kwartału br., nastąpiło odbicie wycen w sektorze. Część inwestorów uznała wyceny za atrakcyjne w krótkim terminie, jednak fundamentalne obawy o to, czy mniejsze spółki software'owe nie zostaną wyparte przez wewnętrzne narzędzia AI gigantów, nadal ciąży nad sektorem. Należy też zauważyć, iż kilku reprezentantów sektora pokazało wyraźnie lepsze od konsensów wyniki za I kw., co istotnie pomogło ocieplić fatalny

sentymencie. Niemniej, wpisuje się w to nasze założenie, że tylko (mniejsza) część spółek z tego sektora będzie faktycznie beneficjentami rewolucji sztucznej inteligencji i w naszej ocenie, po wielomiesięcznej wyprzedaży en bloc, zaczął się proces oddzielania wygranych od przegranych.

Podsumowując, wkraczając w czerwiec, rynki mogą wejść w okres wakacyjnego uspokojenia i mniejszej płynności. Kluczowe dla utrzymania status quo będzie zachowanie cen surowców paliwowe oraz to, czy czerwcowe odczyty inflacyjne (CPI) potwierdzą, że majowy spadek cen ropy przełożył się na realne obniżenie presji cenowej w konsumpcji. Z rynkowego punktu widzenia, wielkim wydarzeniem będzie debiut giełdowy, największy w historii, spółki SpaceX, który zapowiadany jest na 12 czerwca.

INDEKSY (29.05.2026)	↑ 1M	3M	YTD	6M	12M	24M	36M
Nikkei 225	11,88%	12,71%	31,76%	31,99%	74,71%	72,34%	114,74%
MSCI Emerging Markets	9,50%	7,08%	22,81%	26,17%	49,02%	64,42%	79,93%
NASDAQ Composite	8,36%	18,75%	15,81%	15,20%	40,83%	60,85%	108,09%
WIG	6,61%	8,19%	17,00%	22,62%	35,18%	58,92%	120,23%
S&P 500	5,15%	9,95%	10,49%	10,43%	27,94%	43,32%	80,96%
Russell 2000	4,27%	11,56%	18,32%	17,44%	42,12%	41,85%	67,84%
DAX	3,34%	-0,36%	2,87%	5,69%	4,98%	36,19%	60,83%
Dow Jones Industrial Average	2,78%	3,45%	5,42%	6,19%	19,87%	30,97%	53,97%
STOXX 600 Europe	2,41%	-0,72%	6,26%	9,17%	14,69%	21,44%	39,30%

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. Prózna 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.**