



Pekao TFI

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych

PERSPEKTYWY RYNKOWE

**Scenariusze dla rynków
na I półrocze 2026 roku**

Data sporządzenia: styczeń 2026 r.

Rok 2026 – nowa sytuacja **wymusza zmianę strategii**

Spis treści

Rok 2026 – nowa sytuacja wymusza zmianę strategii	1
Makroekonomia, stopy procentowe a rynki obligacji	3
Strategia rynkowa	4
Globalne obligacje korporacyjne o ratingu inwestycyjnym i spekulacyjnym	6
Globalny rynek surowców	9
Zagraniczne rynki akcji	11
Krajowy rynek akcji	13
Słowniczek	17
Informacja prawna	20

Ilekoć w materiale mowa jest o obligacjach skarbowych, rozumie się przez to wyłącznie obligacje skarbowe, w które fundusze inwestycyjne lokują swoje aktywa. Treści te nie odnoszą się do obligacji skarbowych detalicznych oferowanych konsumentom w sieciach sprzedaży detalicznej.

Rok 2026 – nowa sytuacja wymusza zmianę strategii



Jacek Babiński, CFA

Wiceprezes Zarządu
odpowiedzialny za Pion Zarządzania Aktywami

Co przyniesie 2026 rok? W naszej opinii nadal spore szanse inwestycyjne, ale nowa sytuacja wymusza zmianę strategii.

- Rok 2026 to, naszym zdaniem, końcówka cyklu obniżek stóp przez kluczowe banki centralne (amerykański, strefy euro czy japoński), co istotnie wpływa na naszą strategię inwestycyjną.
- Wygasanie cyklu spadku stóp i rentowności zmienia plan gry na rynkach obligacji – krótki koniec, rozumiany jako strategię dłużne o krótkich terminach do zapadalności, może być prostszym rozwiązaniem od wymagającego selekcji i uwagi długiego końca.
- Rynki akcji mogą nadal korzystać z ekspansji fiskalnej i niskich stóp, ale ryzyk nie brakuje.
- Uważamy, że w obecnych warunkach rynkowych surowce wciąż mają potencjał do wzrostu, choć inwestowanie na tym rynku wymaga zrozumienia jego specyfiki.

Po kilku świetnych, choć zmiennych latach na rynkach światowych rośnie zapewne apetyt inwestorów na powtórzenie niedawnych sukcesów. W 2026 roku nawiązanie do tych bardzo dobrych wyników może być jednak trudniejsze, a niekiedy – niewykonalne. Ale tu ważna uwaga – spadek inflacji i stóp procentowych sprawia, że nadal wiele strategii ma szansę przynieść satysfakcjonujące stopy zwrotu. Niemniej zarządzający i inwestorzy muszą dobrze przemyśleć swoją strategię. Powtarzanie schematów z lat poprzednich, w wielu wypadkach, może nie przynieść oczekiwanych efektów.

Jak przekonają się Państwo podczas lektury naszego raportu, sytuacja w czwartym roku hossy na rynkach akcji i – najprawdopodobniej – w końcówce cyklu spadku stóp procentowych i rentowności obligacji – jest po prostu bardzo złożona. Niżej wiszące owoce zostały już zerwane a poprzeczka poszła w górę. Nadal można jednak sięgnąć po dodatnie stopy zwrotu, mając świadomość starych i nowych ryzyk.

W tym raporcie przedstawimy nasze opinie o szansach i ryzykach na głównych rynkach dla poszczególnych klas aktywów. Zaczynamy od długu – klasy aktywów, która z uwagi na powszechne jej wykorzystanie w produktach inwestycyjnych interesuje zapewne najszerszy krąg czytelników „Perspektyw”.

- Cykl obniżek stóp procentowych dobiega końca, zarówno globalnie, jak i w Polsce. Co z kolei oznacza, że cykl zna-

czących spadków rentowności również się kończy. Sytuację na rynku długu komentują Dariusz Kędziora i Tomasz Pawluć (strona 3). Według nas, **strategie dłużne krótkoterminowe** mogą kolejny rok z rzędu osiągnąć stopy zwrotu przewyższające poziom inflacji oraz średnie oprocentowanie depozytów bankowych. Nie spodziewamy się jednak, by ich wyniki były równie wysokie, co w poprzednich latach. Za wąskie i mało atrakcyjne uważamy spready na polskich obligacjach korporacyjnych. Z drugiej strony, to gdzie dostrzegamy wartość w nadchodzącym roku, to spready¹ na polskich obligacjach skarbowych, zarówno stałoprocentowych (tzw. ASW, Asset Swap), jak i na obligacjach zmienneoprocentowych (tzw. discount margin). Naszym zdaniem, ryzyka fiskalne na 2026 rok są już w dużej mierze wycenione.

- W porównaniu z naszymi ocenami sprzed roku, zmieniamy nastawienie wobec **obligacji długoterminowych** z pozytywnego na neutralne. Większość spadku rentowności jest już za nami. Co nie znaczy, że strategię oparte o obligacje długoterminowe nie mają okazji generować dodatnich stóp zwrotu. Rentowności obligacji cały czas są na relatywnie wysokich poziomach a krzywa rentowności jest stroma. Ponadto, 2026 rok powinien dać dobre warunki do selekcji zagranicznych aktywów, co – przy właściwych decyzjach – może przełożyć się na lepsze rezultaty.

¹ Wyjaśnienie tego i innych pojęć znajdą Państwo w „Słowniczku” na końcu „Perspektyw rynkowych”.

- Jak podkreślamy, wydaje się, że globalny cykl obniżek stóp może zakończyć się w roku 2026. Naszym zdaniem, nadal warto jednak zwracać uwagę m.in. na **światowy rynek obligacji korporacyjnych** – co komentuje Karol Ciuk (strona 6). Wysoka rentowność wciąż przemawia za inwestycjami na rynku papierów „high yield”. Jednak zwracamy uwagę na większe ryzyko wahań cen dla tej grupy obligacji, ze względu na niski poziom spread’ów kredytowych. W przypadku obligacji „investment grade” istotnym argumentem jest niskie ryzyko kredytowe. Jednak musimy mieć świadomość, że spadek rentowności obligacji skarbowych w Stanach Zjednoczonych nieco zmniejszył potencjał stóp zwrotu na tamtym rynku, w szczególności w segmencie „investment grade”. W konsekwencji, rok 2026 może, według nas, przynieść niższe stopy zwrotu niż bardzo dobry 2025 r. Uważamy, że strategia oparta na wykorzystywaniu ewentualnych korekt rynkowych, czyli spadków cen, wzrostu spreadów, to jest zakupów po niższej cenie, może okazać się trafna.
- Rok 2025 był różnicowanym okresem na **globalnych rynkach surowcowych**. Z jednej strony – rosły ceny niektórych metali, z drugiej – utrzymywała się słabość wielu surowców energetycznych i rolnych. Mimo dostrzegalnej rozbieżności w wynikach, uważamy, że w obecnych warunkach rynkowych surowce mają wciąż potencjał wzrostu, choć inwestowanie na tym rynku wymaga zrozumienia jego specyfiki.
- Jesteśmy umiarkowanie pozytywnie nastawieni na pierwszą połowę 2026 roku do **polskiego rynku akcji** – co opisują Piotr Grzeliński i Piotr Sałata (strona 13). Oczekiwana przez analityków dwucyfrowa poprawa wyników krajowych spółek może być wskazówką potencjalnych stóp zwrotu – oczywiście, przy założeniu realizacji tych prognoz. Według nas, potencjał dla stóp zwrotu na naszym parkiecie wydaje się zbliżony do tego z globalnych rynków akcji. Nasze firmy i rynek powinno wspierać sprzyjające otoczenie makroekonomiczne. Według nas, istotny spadek stóp procentowych, przełoży się na wzrost konsumpcji oraz inwestycji. Inwestycje te dodatkowo powinny być wspierane rozpędzającymi się wydatkami w ramach KPO. Niski poziom inflacji, tańszy kredyt oraz pozytywne prognozy wzrostu gospodarczego powinny być solidnym fundamentem dla

spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW). Oczywiście, mówiąc o szansach dla giełd, nie należy zapominać o potencjalnych zagrożeniach. Historycznie największym ryzykiem jest ryzyko globalnej korekty. Lokalnie warto zwrócić uwagę na napiętą sytuację budżetową i jej ewentualne negatywne konsekwencje. Oczywistym czynnikiem ryzyka jest geopolityka, w tym – przede wszystkim – nadal sytuacja w Ukrainie i pytania o jej dalsze scenariusze. Z drugiej jednak strony, w przypadku osiągnięcia pewnej formy zawieszenia broni, ponownie może nastąpić wzrost zainteresowania naszymi aktywami, wśród inwestorów zagranicznych.

- Pytani o wybór między **amerykańskim a europejskim rynkiem akcji** na rok 2026, wybieramy ten pierwszy, czyli USA – oceniają Piotr Stopiński i Filip Lubka (strona 11). Naszym zdaniem, w Europie warto odnotować potencjalnie korzystną dla rynków akcji większą elastyczność fiskalną, w tym złagodzenie niemieckiego hamulca zadłużenia, a także rosnące inwestycje publiczne w infrastrukturę i obronność. Jednak te działania prawdopodobnie nie wystarczą, aby trwale pobudzić europejską gospodarkę. Dodatkowo, pogarszająca się sytuacja fiskalna krajów europejskich zwiększa ryzyko niestabilnych rządów. Miejscem na pozytywne zaskoczenie jest, według nas, szeroka gospodarka amerykańska. Jej obraz, w ostatnich kwartałach, przesłoniło wiele przełomowych informacji odnośnie rozwoju sztucznej inteligencji, których beneficjentem było wąskie grono firm technologicznych. Dodatkowym czynnikiem przemawiającym za tym scenariuszem jest atrakcyjna wycena szerokiego rynku, znacznie niższa niż indeksu ważonego kapitalizacją, w którym dominują „Giganci Technologiczni”.

Przypominamy także, że nasze komentarze uwzględniają bieżący stan rynków i gospodarek. Nasze poglądy mogą się zmienić, w zależności od dalszych wydarzeń. Zapraszamy do lektury, słuchania i oglądania naszych komentarzy – na stronę internetową www.pekaotfi.pl i na profil na LinkedIn.

Jak oceniamy perspektywy głównych klas aktywów? Na ten temat piszą nasi zarządzający w kolejnych komentarzach. Zapraszamy do lektury raportu.



Makroekonomia, stopy procentowe a rynki obligacji



Dariusz Kędziora, CFA

Dyrektor Zespołu Zarządzania
Instrumentami Dłużnymi,
Zarządzający portfelem



Tomasz Pawluć, CFA

Zarządzający portfelem,
Zespół Zarządzania
Instrumentami Dłużnymi

- Sytuacja makroekonomiczna w Polsce – optymalne połączenie niskiej inflacji i szybkiego wzrostu gospodarczego.
- Strategie dłużne krótkoterminowe – kolejny rok z rzędu atrakcyjne perspektywy.
- Strategie dłużne długoterminowe – koniec dużych spadków rentowności, ale nadal relatywnie wysokie rentowności i stroma krzywa powinny wspierać klasyczny dochód odsetkowy.

OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE W POLSCE – OPTYMALNE POŁĄCZENIE WYSOKIEGO WZROSTU I NISKIEJ INFLACJI

Perspektywy dla polskiej gospodarki na 2026 rok wyglądają bardzo korzystnie. Oczekujemy solidnego przyspieszenia dynamiki PKB, wspieranego kombinacją rosnących inwestycji, stabilnej konsumpcji i stopniowej poprawy eksportu. Wzrost gospodarczy, liczony wzrostem PKB, może osiągnąć poziom powyżej 4%.

Taki układ – szybki wzrost, ale bez presji inflacyjnej – stwarza dobre otoczenie do inwestycji, zarówno na rynku obligacji, jak i dla aktywów bardziej ryzykownych.

Uważamy, że istnieje jeszcze przestrzeń na dostosowanie stóp procentowych w okolice 3,5%. Jednocześnie jednak nie widzimy potrzeby nadmiernego stymulowania gospodarki przez niskie stopy procentowe. Przy spodziewanym tempie wzrostu i odbiciu akcji kredytowej gospodarka nie potrzebuje dodatkowego wsparcia w postaci luźnej polityki monetarnej. Tym samym w obecnej sytuacji gospodarczej nie widzimy przestrzeni do obniżek stóp procentowych poniżej wspomnianych wcześniej 3,5%.

Ryzykiem pozostają ewentualne szoki podażowe oraz napięcia geopolityczne, ale nie są one podstawą naszego scenariusza bazowego.

STREFA EURO – CYKLICZNE OŻYWIENIE I IMPULS FISKALNY

W strefie euro spodziewamy się kontynuacji cyklicznego ożywienia. Po okresie słabszej aktywności przemysłu widać stopniową poprawę zamówień i nastrojów w firmach. Niższe stopy procentowe zaczynają działać z opóźnieniem, co w 2026 r. wzmocni aktywność gospodarki. Dodatkowym wsparciem

będą wyższe wydatki publiczne, zwłaszcza w Niemczech, m.in. na transformację energetyczną, infrastrukturę oraz obronność.

Spodziewamy się utrzymania stóp procentowych Europejskiego Banku Centralnego (EBC) bez zmian. Postępujące ożywienie może wspierać oczekiwania na wzrost stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Jesteśmy jednak zdania, iż inflacja pozostanie pod kontrolą i w kolejnych kwartałach nie będzie potrzeby dostosowywania stóp procentowych w żadną stronę.

USA – PRZEJŚCIOWE SPOWOLNIENIE, Z MOŻLIWYM ODBICIEM W 2026 R.

W Stanach Zjednoczonych zakładamy przejściowe osłabienie koniunktury, lecz bez pełnowymiarowej recesji. Na początku 2026 roku spodziewamy się dalszych słabych danych z rynku pracy i gospodarki. Jest to pokłosiem zarówno dużej niepewności firm w obliczu nowego reżimu handlowego wprowadzanego przez administrację prezydenta Donalda Trumpa, jak również strukturalnych zmian na rynku pracy w USA oraz trwającego prawie dwa miesiące „shutdownu”.

W dalszej części 2026 roku widzimy przestrzeń na ponowne odbicie aktywności gospodarczej. Wskazuje na to kilka czynników: efekty obniżek stóp procentowych z 2025 r. (i potencjalnie kolejnych w 2026 r.), większe wydatki fiskalne dzięki reformie podatkowej uchwalonej w 2025 r. (tzw. One Big Beautiful Bill) oraz rozpędzające się inwestycje sektora prywatnego. Problemem natomiast może być uporczywa inflacja, która już szósty rok z rzędu pozostaje powyżej celu Rezerwy Federalnej (Fed).

Głównym globalnym ryzykiem pozostaje silne sprzęgnięcie inwestycji z amerykańską branżą technologiczną. Ewentualnie

alne pęknięcie bańki w tym sektorze mogłoby gwałtownie schłodzić koniunkturę i spowodować dodatkową presję deflacyjną.

CHINY – WCIĄŻ DEFLACYJNE, ALE Z MALEJĄCĄ SIŁĄ

Chiny wciąż generują deflacyjny impuls dla gospodarki światowej. Wynika to z nadpodaży w niektórych sektorach, słabszej dynamiki popytu wewnętrznego i konkurencji cenowej w eksporcie. Efektem są niższe ceny części dóbr przemysłowych na rynkach globalnych.

W 2026 roku znaczenie tego efektu powinno się jednak stopniowo zmniejszać. Rząd w Pekinie podejmuje działania stabilizujące sektor nieruchomości i wspierające konsumpcję. Światowa gospodarka stanie się też mniej wrażliwa na impulsy cenowe z Chin dzięki dywersyfikacji łańcuchów dostaw. Deflacyjny wpływ Chin będzie nadal widoczny, ale już nie tak silny jak w ostatnich latach.

RYNKI WSCHODZĄCE – PO PARU SUCHYCH LATACH PRZYSZEDŁ LEPszy CZAS

Po wielu latach ostrożnego podejścia rynki wschodzące ponownie zaczynają przyciągać uwagę inwestorów. Już w 2025 r. wyraźnie widać było zmianę narracji. Kraje te przestają być postrzegane głównie przez pryzmat ryzyka, a coraz częściej jako źródło stabilnego wzrostu i atrakcyjnych realnych stóp zwrotu. Lepsza sytuacja fiskalna niż w krajach rozwiniętych, wcześniejsze i bardziej zdecydowane zacieśnienie polityki pieniężnej oraz spadająca inflacja poprawiły wiarygodność wielu gospodarek wschodzących.

Dodatkowym wsparciem jest deprecjacja dolara, niższa zmienność globalnych rynków oraz relatywnie wysokie rentowności lokalnych obligacji. To sprzyja powrotowi przepływów portfelowych, zarówno do długu, jak i do wybranych rynków akcji. W efekcie 2026 rok może być potwierdzeniem tego, że rynki wschodzące staną się istotnym elementem globalnych portfeli i tu też upatrujemy okazji rynkowych.

Strategia rynkowa

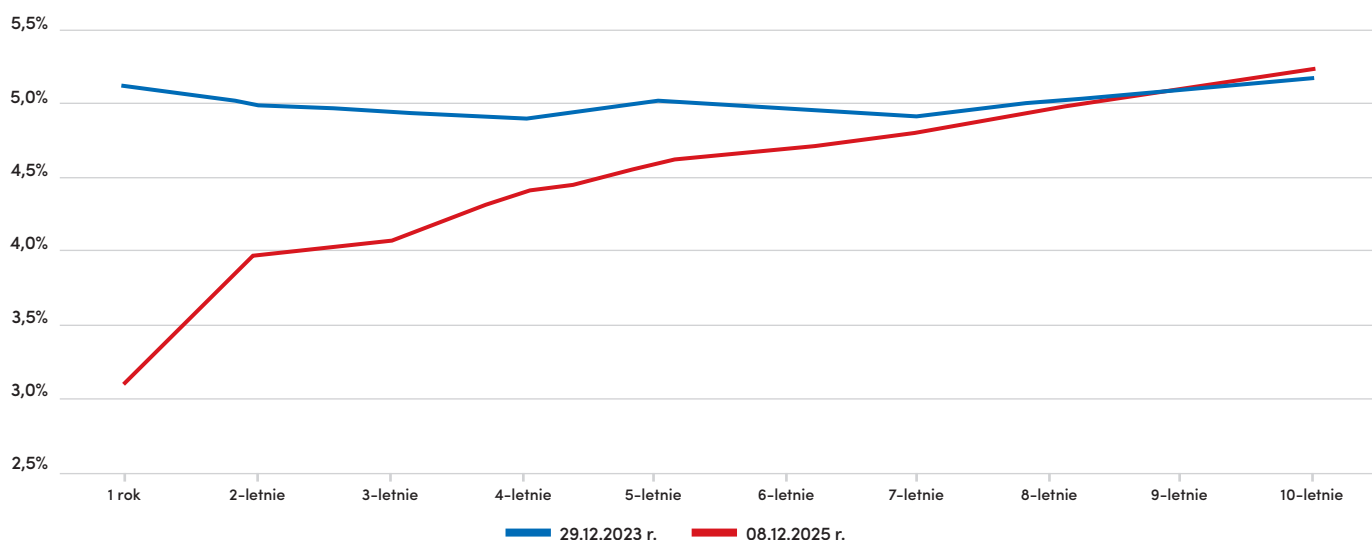
CYKL OBNIŻEK STÓP PROCENTOWYCH DOBIEGA KOŃCA

Zarówno globalnie, jak i w Polsce, cykl obniżek stóp procentowych dobiega końca. Banki centralne zrealizowały większość dostosowań po okresie wysokiej inflacji i wysokich stóp procentowych. W 2026 roku są jeszcze pewne kraje, w których stopy mogą dalej być obniżane, ale będą to już raczej wyjątki od reguły.

STRATEGIE DŁUŻNE DŁUGOTERMINOWE – KONIEC DUŻYCH SPADKÓW RENTOWNOŚCI

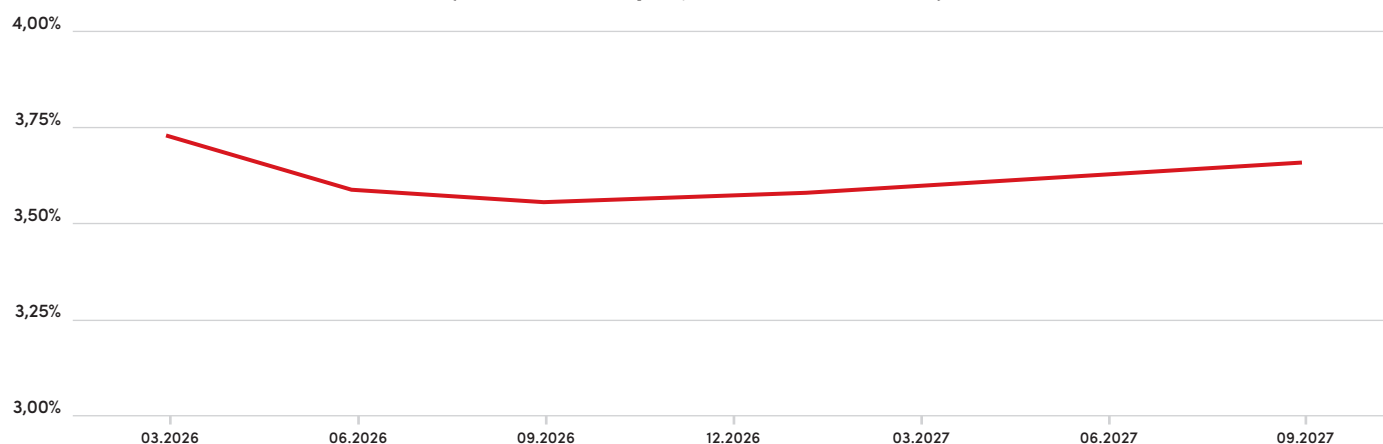
Jeśli cykl obniżek stóp dobiega końca, to również cykl dużych spadków rentowności obligacji jest już za nami. Największe zyski kapitałowe z ruchu w dół krzywej dochodowości zostały zrealizowane w poprzednich kwartałach. W 2026 roku bardziej prawdopodobny jest scenariusz stabilizacji, a lokalnie nawet lekkiej korekty rentowności w górę. W rezultacie, zmie-

Wykres 1. Krzywa rentowności polskich obligacji (w grudniu 2023 r. i grudniu 2025 r.)



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg – dane na dzień 09.12.2025 r.

**Wykres 2. Jak „rynek” obecnie wycenia poziom stopy referencyjnej w horyzoncie 2 lat?
 (oczekiwania dotyczące wartości WIBOR 3M)**



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg – dane na dzień 30.11.2025 r.

niamy nastawienie wobec obligacji długoterminowych z pozytywnego na neutralne.

Nie oznacza to jednak końca atrakcyjności obligacji. Zmienia się tylko źródło potencjalnego zysku: z „rajdu stóp” na bardziej klasyczny dochód odsetkowy. Rentowności obligacji cały czas są na relatywnie wysokich poziomach, istotnie powyżej inflacji.

Po drugie, krzywa dochodowości jest wciąż stroma, szczególnie w Polsce (patrz Wykres 1). Daje to szansę na dodatkowy zysk z tytułu „rolowania” obligacji w dół krzywej (tzw. rolldown), gdy papier wartościowy z dłuższego terminu zapadalności zbliża się do terminu średniego i krótkiego. Umiejętne wykorzystanie tej cechy krzywej może istotnie poprawić całkowitą stopę zwrotu.

Ponadto, 2026 rok powinien dać dobre warunki do selekcji zagranicznych aktywów, co – przy właściwych decyzjach – może przełożyć się na lepsze rezultaty.

Największego ryzyka upatrujemy we wzroście i utrzymaniu się wysokiej inflacji w USA. Mogłoby to zachwiać zaufaniem do Fedu i negatywnie przełożyć się na perspektywy obligacji globalnie. Scenariusz ten jest na razie mało prawdopodobny, ale będzie to element, któremu będziemy się bacznie przyglądać w 2026 r.

STRATEGIE DŁUŻNE KRÓTKOTERMINOWE – KOLEJNY ROK Z RZĘDU ATRAKCYJNE PERSPEKTYWY

Naszym zdaniem, strategie dłużne krótkoterminowe mogą kolejny rok z rzędu osiągnąć stopy zwrotu przewyższające poziom inflacji oraz średnie oprocentowanie depozytów bankowych. Nie spodziewamy się jednak, by ich wyniki były równie wysokie jak w poprzednich latach. Przede wszystkim mamy obecnie dużo niższy punkt startowy, bo stawki WIBOR już są w okolicach 4,0% i pewnie będą dalej schodzić w dół. Jednocześnie, o ile Rada Polityki Pieniężnej (RPP) nie zetnie stóp procentowych poniżej 3,5% (co jest naszym scenariuszem bazowym), rentowności stawek na rynku pieniężnym powinny się ustabilizować w przedziale 3,5%–4,0%.

Za wąskie i mało atrakcyjne uważamy spready na polskich obligacjach korporacyjnych. Jeszcze mniej atrakcyjne spready obserwujemy na polskich obligacjach samorządowych. Z drugiej strony, to gdzie widzimy wartość w 2026 roku to spready na polskich obligacjach skarbowych – zarówno stałoprocentowych (tzw. ASW, Asset Swap), jak i na obligacjach zmiennoprocentowych (tzw. discount margin). Powód dla którego ta premia w przypadku obligacji skarbowych występuje, to oczywiście obawy o poziom deficytu i wzrostu zadłużenia w Polsce. Uważamy jednak, że ryzyka te na najbliższy rok są już w dużej mierze wycenione, a sytuacja w horyzoncie 2026 r. nie pogorszy się.

Globalne obligacje korporacyjne o ratingu inwestycyjnym i spekulacyjnym



Karol Ciuk, CAIA, CFA

Dyrektor Zespołu
Zarządzania Strategiami Globalnymi,
Zarządzający portfelem

Globalny rynek obligacji korporacyjnych

- Mimo, że hossa na rynku obligacji korporacyjnych trwa już od pewnego czasu, wciąż dostrzegamy potencjał tej klasy aktywów.
- Wysoka rentowność wciąż przemawia za inwestycjami na rynku obligacji „high yield”, choć zwracamy uwagę na nieco większe ryzyko wahań dla tej grupy obligacji, ze względu na niski poziom spread’ów kredytowych.
- W przypadku obligacji „investment grade” istotnym argumentem jest niskie ryzyko kredytowe, ale spadek rentowności obligacji skarbowych w USA nieco zmniejszył potencjał stóp zwrotu za oceanem, w szczególności w segmencie „investment grade”.
- Rok 2026 może przynieść nieco niższe stopy zwrotu niż bardzo dobry 2025 r.
- Uważamy, że strategia oparta na wykorzystywaniu ewentualnych korekt rynkowych w celu dokonywania zakupów po bardziej atrakcyjnych wycenach może być trafna.

BARDZO UDANY ROK 2025 DLA INWESTORÓW

W 2025 roku inwestycje w globalne obligacje korporacyjne przyniosły inwestorom wyraźnie pozytywne stopy zwrotu i to trzeci rok z rzędu. Niemniej jednak, poziom zysków zależał od ratingu kredytowego poszczególnych instrumentów i ich wrażliwości na zmiany rentowności. Ceny obligacji skarbowych charakteryzowały się podwyższoną zmiennością, a spread’y kredytowe pozostawały na niskim poziomie, co istotnie wpływało także na notowania długu korporacyjnego. Mimo, że hossa na rynku obligacji korporacyjnych trwa już od pewnego czasu, wciąż dostrzegamy potencjał tej klasy aktywów.

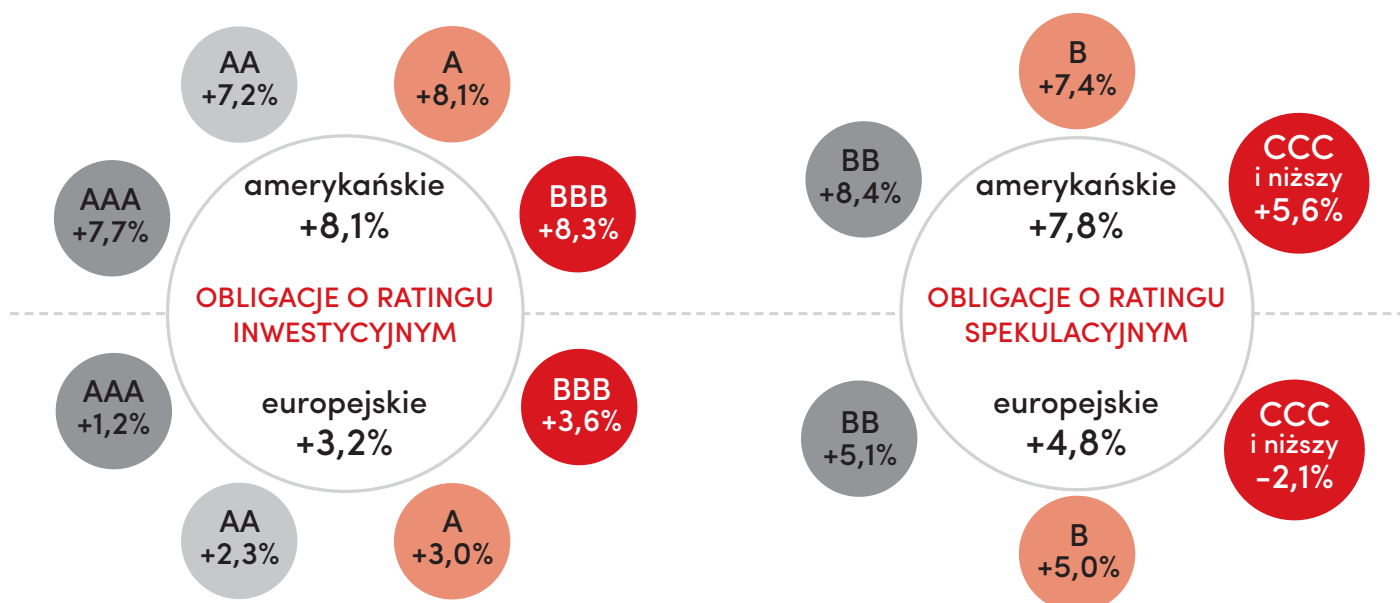
Główne indeksy długu korporacyjnego dostarczyły solidnych wyników, z istotną przewagą papierów amerykańskich, zarówno w segmencie tzw. investment grade (IG, obligacji o ratingu inwestycyjnym), jak i high yield (HY, obligacji wyższego ryzyka). W Europie szeroki indeks obligacji IG wzrósł o 3,2%, podczas gdy jego amerykański odpowiednik zanotował imponujące 8,1% (wyniki w euro i w dolarze amerykańskim) – patrz Wykres 3. W Europie najlepsze rezultaty osiągnęły obligacje o ratingu BBB, które przyniosły 3,6%, natomiast ratingi A i AA wygenerowały odpowiednio 3,0% i 2,3%. Papiery wartościowe AAA, tradycyjnie najbardziej wrażliwe na ruchy stóp procentowych (długie duration), wzrosły jedynie o 1,2%, będąc pod większym wpływem rosnących rentowności obligacji skarbowych strefy euro. W konsekwencji inwestorzy w Europie zarobili najwięcej w segmencie o wyższym ryzyku w ramach ratingu inwestycyjnego BBB.

USA LEPSZE OD EUROPY

W Stanach Zjednoczonych rynek obligacji o ratingu inwestycyjnym, wyróżniał się znacznie mocniejszymi wynikami we wszystkich kategoriach ratingowych (patrz Wykres 3). Najwyższy zwrot, podobnie jak w Europie osiągnęły obligacje BBB, które wzrosły o 8,3%, choć ratingi A, AA i AAA również zaprezentowały się bardzo dobrze, generując odpowiednio 8,1%, 7,2% i 7,7%. W przeciwieństwie do rynku europejskiego za oceanem obserwowaliśmy spadek rentowności obligacji skarbowych. To podkreśliło siłę amerykańskiego rynku obligacji w 2025 r. i pozwoliło na równomierny wzrost wycen w obrębie całego rynku tzw. „investment grade”.

W segmencie obligacji „high yield” obraz był podobny i amerykański rynek przewyższył zwrotami europejski. W Europie szeroki indeks HY wzrósł o 4,8%, przy czym najlepsze wyniki osiągnęły ratingi BB i B – odpowiednio 5,1% i 5,0%. Segment CCC i niższy pozostał pod presją, przynosząc jako jedyny stratę i wynik -2,1%, co odzwierciedla wzmożoną liczbę bankructw w tym segmencie rynku. W USA natomiast szeroki indeks HY wzrósł aż o 7,8%, a obligacje BB osiągnęły 8,4%, potwierdzając utrzymującą się przewagę papierów o średnim profilu ryzyka w ramach tego segmentu rynku. Również obligacje o ratingu B prezentowały stabilną dynamikę, generując 7,4%, natomiast segment CCC i niższy przyniósł 5,6%, co mimo niższej stopy zwrotu względem lepszych ratingów, świadczy o niższej stopie bankructw na rynku amerykańskim względem europejskiego.

Wykres 3. Stopy zwrotu z wybranych indeksów oraz ratingów kredytowych amerykańskich i europejskich obligacji korporacyjnych od 31.12.2024 r. do 30.11.2025 r.



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg – dane na dzień 30.11.2025 r.

Zestawiając wszystkie dane, wyłania się obraz rynku, w którym najwyższy potencjał inwestorzy dostrzegali w segmencie BBB w ramach obligacji o ratingu inwestycyjnym i BB/B w obrębie „high yield”. Jednocześnie utrzymywała się wyraźna przewaga rynku amerykańskiego, gdzie zarówno fundamenty emitentów, jak i warunki rynkowe sprzyjały nieco lepszym wynikom w porównaniu z Europą. Warto jednak pamiętać, że analizujemy tu stopy zwrotu w walucie zagranicznej, a po zabezpieczeniu do polskiego złotego były one jeszcze wyższe.

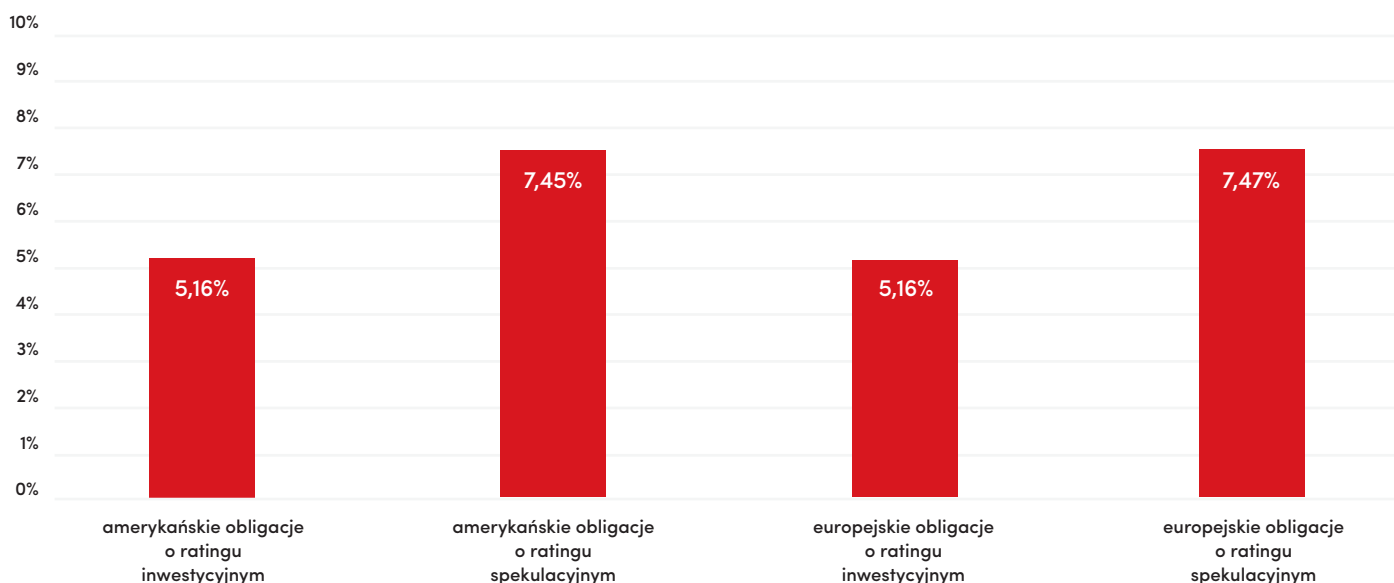
Wyniki od początku 2025 roku potwierdzają, że globalne obligacje korporacyjne pozostawały atrakcyjnym elementem portfeli inwestycyjnych, oferując kombinację stabilności i dochodu, choć z widocznym zróżnicowaniem regionalnym i ratingowym.

PERSPEKTYWY NA PIERWSZĄ POŁOWĘ 2026 ROKU

W rok 2026 wchodzimy w otoczenie umiarkowanie spowalniającej, ale wciąż odpornej na głębsze zawirowania, światowej gospodarki. Jednocześnie inwestorzy bacznie obserwują sygnały z rynku pracy, a przed nami prawdopodobnie kolejne obniżki stóp procentowych przez Fed, co powinno stabilizować aktywność gospodarczą. Pewną niewiadomą, w kontekście prowadzonej polityki monetarnej, pozostaje wciąż podwyższony poziom inflacji, która po okresie pandemicznego boomu nie wróciła jeszcze do celu banku centralnego.

Z kolei na rynku europejskim oczekiwane jest przyspieszenie wzrostu, po słabej drugiej połowie 2025 roku, a Europejski Bank Centralny (ECB) zasygnalizował zakończenie cyklu obniżek stóp procentowych. W tym otoczeniu spread'y kredytowe na rynku europejskim ulegały istotnemu zawężeniu „nadganiając” do poziomów obserwowanych w Stanach Zjednoczonych. Jednocześnie na rynku amerykańskim ulegały nieznacznemu rozszerzeniu, co można przypisać niskim poziomom obserwowanym wcześniej, tj. na początku 2025 r. Z punktu widzenia spread'ów kredytowych, które obrazują ocenę tzw. ryzyka kredytowego, pozostają one na poziomie niższym od średnich historycznych, co stanowi pewien czynnik ryzyka. Aktualna sytuacja na rynku obligacji korporacyjnych pokazuje stabilizację wspomnianych spread'ów w segmencie investment grade, zarówno w Europie, jak i w Stanach Zjednoczonych. Spread'y w USA i w Europie wynoszą obecnie 82 punkty bazowe (pb), co jest poziomem bliskim historycznych minimów. Widać wyraźnie, że po okresie podwyższonej zmienności w latach 2022–2023 nastąpiło stopniowe ich zawężenie, co sugeruje zmniejszenie obaw recesyjnych. W segmencie high yield podobnie spread'y dla obligacji europejskich zbliżyły się do amerykańskich. Spread dla obligacji high yield w USA wynosi obecnie 292 pb, natomiast europejskich 287 pb. Wróciliśmy więc do sytuacji, w której główne indeksy obligacji korporacyjnych high yield w Europie znów mają wyższe wyceny (z punktu widzenia spread'ów) niż w Stanach Zjednoczonych.

Wykres 4. Szacunkowe rentowności wybranych indeksów obligacji korporacyjnych po zabezpieczeniu kursu waluty do PLN (PLN-hedged)



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg – dane na dzień 30.11.2025 r.

RENTOWNOŚCI – NADAL RELATYWNIE WYSOKIE, ALE NIŻSZE NIŻ ROK WCZEŚNIEJ

Wciąż obserwujemy relatywnie wysoki (choć niższy niż rok temu) poziom rentowności. Ponieważ spread'y pozostają niskie, spodziewamy się, że pojawia się przestrzeń do ich wzrostu, głównie ze względu na rosnący poziom emisji nowych obligacji investment grade, głównie w Stanach Zjednoczonych, co jest związane z trwającym boomem na sztuczną inteligencję i istotnymi inwestycjami, które planują sfinansować duże amerykańskie spółki technologiczne. Jednocześnie przy stabilnej koniunkturze makroekonomicznej i wciąż znaczącym popycie ze strony inwestorów wzrost ten nie powinien być znaczący. Gdyby jednak doszło do gwałtownej korekty (podobnie jak w kwietniu 2025 roku), najprawdopodobniej uznamy to jako okazję do zwiększenia zaangażowania.

UMIARKOWANIE DOBRE PERSPEKTYWY PIERWSZEJ POŁOWY ROKU 2026

Podsumowując, perspektywy rynku obligacji high yield i investment grade na pierwszą połowę 2026 roku pozostają umiarkowanie dobre. Rentowności obligacji high yield utrzymują się powyżej 7%, a investment grade powyżej 5% (w złotym, po zabezpieczeniu kursu waluty) – patrz Wykres 4, co stanowi kluczowy argument za utrzymaniem ekspozycji w obligacjach korporacyjnych – szczególnie przy stopniowym łagodzeniu polityki monetarnej przez Fed i wsparciu gospodarki po stronie fiskalnej w Stanach Zjednoczonych i w Europie. Z drugiej

strony widzimy, że spread'y kredytowe pozostają relatywnie niskie i bliskie minimów z ostatnich lat, co pokazuje, że rynek obligacji korporacyjnych w dużej mierze dyskontuje pozytywne scenariusze i ograniczone ryzyko recesji w najbliższych kwartałach. Dla inwestorów kluczowa pozostaje jednak wysoka rentowność tych papierów wartościowych, która powinna pozwolić na uzyskanie pozytywnych stóp zwrotu.

STRATEGIA INWESTOWANIA

Reasumując, wysoka rentowność wciąż przemawia za inwestycjami na rynku obligacji high yield, choć zwracamy uwagę na nieco większe ryzyko wahań dla tej grupy obligacji, ze względu na niski poziom spread'ów kredytowych. W przypadku obligacji investment grade istotnym argumentem jest niskie ryzyko kredytowe. Jednocześnie zwracamy uwagę, że spadek rentowności obligacji skarbowych w Stanach Zjednoczonych nieco zmniejszył potencjał do stóp zwrotu za Oceanem, w szczególności w segmencie investment grade. W konsekwencji rok 2026 może przynieść nieco niższe stopy zwrotu niż bardzo dobry 2025 r. My w tym otoczeniu preferujemy podejście selektywne. Jednocześnie uważamy, że strategia oparta na wykorzystywaniu ewentualnych korekt rynkowych, w celu dokonywania zakupów po bardziej atrakcyjnych wycenach, wygląda korzystnie w obecnie panującym trendzie wzrostowym. Jesteśmy przekonani, że skrupulatna analiza poszczególnych emisji oraz aktywne zarządzanie ryzykiem będą dodatkowo premiować inwestorów.

Globalny rynek surowców

- Rok 2025 był zróżnicowanym okresem na globalnych rynkach surowcowych.
- Z jednej strony – rosły ceny części metali, z drugiej – utrzymywała się słabość wielu surowców energetycznych i rolnych.
- Mimo dostrzegalnej rozbieżności w wynikach uważamy, że w obecnych warunkach rynkowych surowce wciąż mają potencjał do wzrostów, choć inwestowanie na tym rynku wymaga zrozumienia jego specyfiki.

UDANY ROK ZŁOTA, SREBRA I PLATYNY

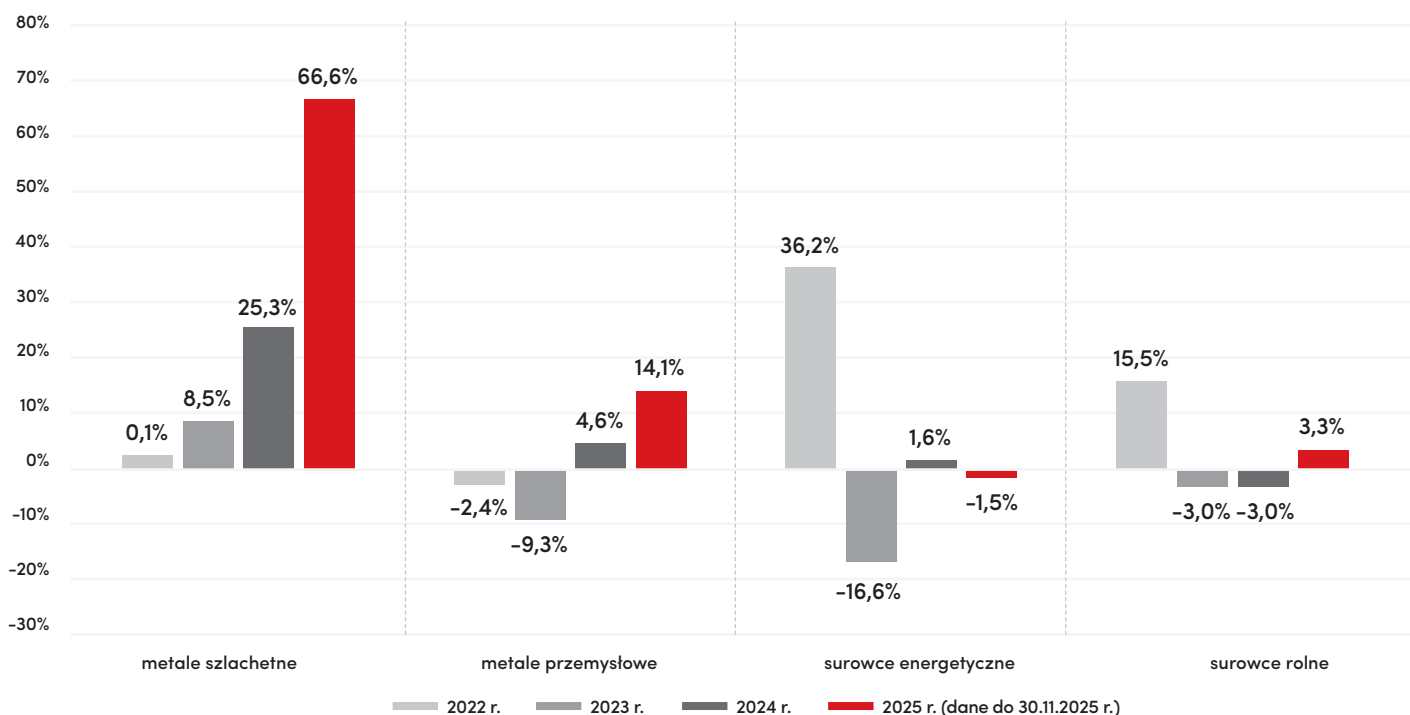
Dla kluczowych surowców, tj. metali szlachetnych, rok 2025 zapisze się jako udany. Złoto, srebro i platyna notowały bardzo silne wzrosty, napędzane kombinacją czynników, m.in. wysoką niepewnością geopolityczną, słabnącym dolarem amerykańskim oraz wciąż wzmożonym popytem ze strony inwestorów indywidualnych, instytucjonalnych (głównie poprzez zakupy funduszy ETF), jak i wielu banków centralnych. W naszej ocenie, na rynku wskazanych metali, fundamenty wciąż pozostają solidne. Oczywiście, wysoka dynamika wzrostu cen i znaczące napływy kapitału na ten rynek zwiększają ryzyko zmienności, ale okresowe korekty będą prawdopodobnie dobrym punktem do budowania pozycji w tej grupie surowców. Trudno ignorować fakt, że w obecnym cyklu złoto i – szerzej – metale szlachetne, umocniły w świadomości wielu inwestorów swoją pozycję jako ważny element portfela, pełniący funkcję zabezpieczenia na wypadek niepewności rynkowej i politycznych zawirowań. Potencjał do dalszych wzrostów istnieje i będzie zależeć od utrzymania tego, czy napięcia geopolityczne i obawy np. o stabilność

długu publicznego w krajach rozwiniętych, pozostaną z nami na dłużej, czy ulegną złagodzeniu. Ryzyko zmian w Fed i przyjscie nowego prezesa, który będzie w większym stopniu tolerował podwyższoną inflację w USA (wciąż pozostającą powyżej 2%, czyli celu banku centralnego) mogłoby podsycać te nastroje.

EMOCJE WOKÓŁ METALI PRZEMYSŁOWYCH

W naszej ocenie, emocji nie zabraknie również w segmencie metali przemysłowych. W 2025 roku ceny miedzi i aluminium rosły i wiele analiz wskazuje, że ta grupa ma przed sobą dobre perspektywy także na nadchodzące lata. Globalna podaż miedzi rośnie bardzo wolno, do tego dochodzą zakłócenia w wydobyciu w kilku kluczowych krajach. Tymczasem strukturalny popyt jest wzmacniany przez transformację energetyczną, rozwój sieci elektroenergetycznych, elektromobilność oraz gwałtowny wzrost zapotrzebowania ze strony centrów danych i infrastruktury cyfrowej. W efekcie rynek coraz częściej mówi o deficycie fizycznego surowca i ograniczonej elastyczności po stronie podaży.

Wykres 5. Wyniki poszczególnych grup surowców w latach 2022 – 2025



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg – dane na dzień 30.11.2025 r.

Podobnie jak w przypadku miedzi, także na rynku aluminium widać korzystny spłot czynników. Rosnący popyt w sektorach technologicznych i energetycznych zderza się z ograniczeniami produkcji w niektórych regionach. Jednocześnie w tle pojawia się ryzyko wzrostu produkcji w nowych ośrodkach, które w dłuższym horyzoncie mogą schłodzić rynek, ale w 2026 roku prawdopodobnie jeszcze nie zdominują obrazu.

Warto pamiętać, że nie wszystkie metale bazowe skorzystają na tej fali. Perspektywy dla niklu, cynku, czy ołowiu mogą rysować się nieco słabiej, głównie ze względu na nadpodaż oraz umiarkowany popyt w tradycyjnym przemyśle. Ogólnie segment metali przemysłowych jawi się nam jako ten, w którym selektywne podejście i preferencja metali powiązanych z transformacją energetyczną dają najwyższy potencjał do zwrotu.

SUROWCE ENERGETYCZNE – CZY JEST SZANSA NA ODBICIE ROPY?

Ciekawy i złożony obraz wyłania się z rynku surowców energetycznych. W 2025 roku ropa naftowa odnotowała znaczący spadek cen, choć tzw. marże rafineryjne pozostawały wysokie, m.in. z powodu wojny w Ukrainie i ograniczeń mocy przetwórczych. Jednocześnie rynek gazu pokazał dwie twarze, bo w Europie ceny wyraźnie spadły, w dużej mierze dzięki redukcji popytu i rosnącej podaży LNG (z ang. liquefied natural gas – skroplony gaz ziemny), natomiast w Stanach Zjednoczonych lokalne uwarunkowania podaży chwilowo wspierały wyższe notowania. Po niższych w 2025 r. rynek ropy wydaje się wchodzić w fazę względnej stabilizacji, gdzie główną rolę odgrywać będzie świadome zarządzanie podażą przez producentów, w tym przede wszystkim OPEC, oraz stopniowo rosnący światowy popyt. Kraje eksportujące ropę, prawdopodobnie będą starały się ograniczać nadpodaż, dostosowując wydobycie do warunków rynkowych, a odbudowa popytu w części gospodarek wschodzących może działać stabilizująco. Ten czynnik, w połączeniu z dotychczasowymi spadkami cen, będzie ograniczać potencjał do dalszych spadków, dając jednocześnie szansę na odbicie. W przypadku gazu, na rynek wpływa rozbudowa globalnych mocy eksportowych LNG, zwłaszcza w Ameryce Północnej, stopniowy powrót energetyki jądrowej w niektórych krajach azjatyckich oraz strukturalnie niższe zużycie gazu w Europie, które wpływa na wysokie zapasy. To oznacza, że w 2026 roku rynek może być względnie zbilansowany, choć wciąż pod wpływem zmienności związanej z pogodą, stanem magazynów oraz ewentualnymi zakłóceniami w transporcie.

TOWARY ROLNE – NADAL ZRÓŻNICOWANIE

Sektor surowców rolnych w 2025 roku to kolejny przykład na niejednolite wyniki. Dobre zbiory, relatywnie sprzyjające warunki pogodowe i wysoki poziom zapasów w wielu segmentach, przyczyniły się do spadku cen, jak np. pszenicy i kukurydzy, ale zupełnie odwrotna sytuacja była widoczna w przypadku cen kawy, które rosły bardzo dynamicznie. W 2026 roku obraz również może być zróżnicowany. Z jednej strony możliwa jest zmiana poziomu ceł na import kawy z kluczowych krajów producentów, co krótkoterminowo mogłoby zwiększyć zmienność tego surowca. Z drugiej strony, sytuacja na rynku niektórych zbóż poprawia się – globalne zapasy w części segmentów znajdują się blisko kilkuletnich minimów, a niskie marże producentów mogą ograniczać gotowość do dalszej rozbudowy areatów. To może oznaczać większą wrażliwość rynku na potencjalne szoki pogodowe i geopolityczne oraz powrót wyższej zmienności, szczególnie dla kukurydzy i pszenicy. Wśród tzw. soft commodities, takich jak cukier, kakao czy bawełna, można spodziewać się mieszanek czynników, jak lokalne kwestie podaży, zmiany struktury popytu oraz wpływu polityki handlowej. Nie oznacza to automatycznie trwałej hossy, ale raczej środowisko, w którym pojawiają się ciekawe, bardziej taktyczne, okazje inwestycyjne.

TO MOŻE BYĆ CIEKAWY ROK NA RYNKU SUROWCÓW

Podsumowując, rok 2026 zapowiada się jako kolejny ciekawy okres na rynkach surowcowych. Jako całość, rynek wciąż oferuje potencjał do wzrostów, wspierany poza solidnymi fundamentami wielu grup surowców, także niepewnością geopolityczną oraz stymulacją fiskalną i monetarną na świecie. Metale szlachetne pozostaną w centrum uwagi inwestorów jako element zabezpieczenia portfela. Interesująco będzie wyglądać sytuacja na rynku wybranych metali przemysłowych, będących beneficjentami transformacji energetycznej oraz niedoinwestowania po stronie podaży. Surowce energetyczne, choć dotychczas znajdowały się w wymagającym otoczeniu, po wyraźnych spadkach mają szansę na stabilizację, a nawet odbicie. Podobnie w przypadku surowców rolnych, choć tutaj wiele zależy od czynników pogodowych i polityki handlowej, w tym poziomu globalnych ceł. Nie bez wpływu na notowania będzie także zachowanie dolara, którego słabość historycznie sprzyjała notowaniom. Jeśli amerykański bank centralny zmieni podejście do walki z inflacją, wielu inwestorów może wciąż poszukiwać alternatyw dla amerykańskiej waluty. W środowisku podwyższonej niepewności i biorąc pod uwagę pozytywne otoczenie, w naszej ocenie, warto utrzymywać zdywersyfikowaną ekspozycję w surowcach, w ramach części portfela inwestycyjnego.

Zagraniczne rynki akcji



Piotr Stopiński, CFA

Dyrektor Zespołu Zarządzania
Akcjami Rynków Zagranicznych



Filip Lubka, CFA

Zarządzający portfelem,
Zespół Zarządzania
Akcjami Rynków Zagranicznych

- Wysokie wzrosty zysków firm giełdowych powinny wspierać rynki akcyjne.
- Perspektywy spółek i giełd amerykańskich oceniamy lepiej niż europejskich.
- Prezydent Trump nadal może pełnić rolę głównego rozgrywającego nastrojów na rynkach.

NASZA OPINIA W JEDNYM AKAPICIE

Rok 2025 można zaliczyć do udanych dla rynku akcji. Indeksy wzrosły dwucyfrowo, a stopy procentowe w większości krajów rozwiniętych spadły. Wszystkie globalne sektory zakończyły rok wzrostami. Analitycy oczekują dalszego, wysokiego tempa wzrostu zysków firm giełdowych, co będzie wspierać rynki akcyjne. To daje pozytywny obraz rynku akcji na I półrocze 2026 r.

PERSPEKTYWY USA LEPSZE OD EUROPY

Pytani o wybór między rynkiem amerykańskim a europejskim wybieramy ten pierwszy. W Europie warto odnotować większą elastyczność fiskalną, w tym złagodzenie niemieckiego hamulca zadłużenia, a także rosnące inwestycje publiczne w infrastrukturę i obronność. Jednak te działania prawdopodobnie nie wystarczą, aby trwale pobudzić europejską gospodarkę. Dodatkowo, pogarszająca się sytuacja fiskalna krajów europejskich zwiększa ryzyko niestabilnych rządów, co może rzutować na mniej trwałe poprawienie się koniunktury w regionie.

GDZIE SĄ OKAZJE RYNKOWE?

Miejscem na pozytywne zaskoczenie jest szeroka gospodarka amerykańska. Jej obraz w ostatnich kwartałach przesłoniło wiele przełomowych informacji odnośnie rozwoju sztucznej inteligencji, których beneficjentami było wąskie grono firm technologicznych. Uważamy jednak, że w miarę popularyzacji narzędzi AI, korzyści te rozprzestrzenią się na pozostałe sektory gospodarki. Dodatkowym czynnikiem, przemawiającym za tym scenariuszem, jest atrakcyjna wycena szerokiego rynku, znacznie niższa niż indeksu ważonego kapitalizacją, w którym dominują „Giganci Technologiczni”.

Różnicę w tych indeksach widać na Wykresie 6 ze strony 12: tradycyjnego S&P500 oraz jego wersji o równych wagach – gdzie bardziej liczy się średni wynik średniej firmy. Widać na nim dużą różnicę w stopach zwrotu. Historycznie, takie różnice były przejściowe i z czasem dochodziło do zrównywania się ich poziomów.

Tabela 1. Oczekiwany wzrost zysku na akcję

Indeksy	Prognostyczny wzrost zysku na akcję (EPS) w 2025 r.	Prognostyczny wzrost zysku na akcję (EPS) w 2026 r.	Prognostyczny wzrost zysku na akcję (EPS) w 2027 r.
S&P Index	14%	13%	13%
S&P Equal weighted (równe wagi ¹)	7%	10%	11%

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg – dane na dzień 30.11.2025 r.

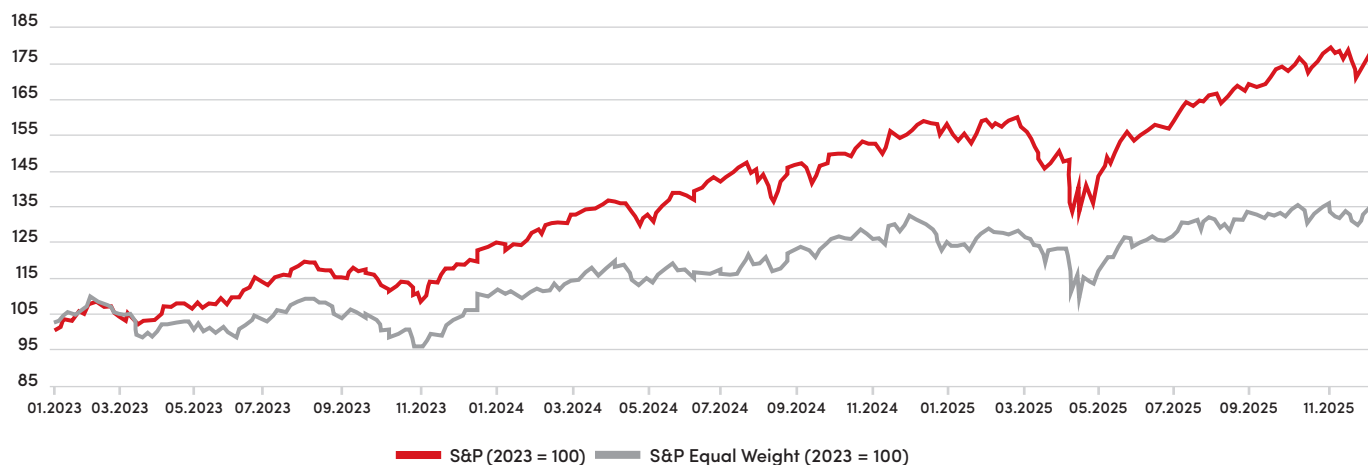
¹Indeks odzwierciedlający spółki giełdowe ilościowo (ang. equal weighted), a nie wagowo, pokazuje pewną rozbieżność w stopie oczekiwań zysków od „tradycyjnego” indeksu (S&P500 liczony kapitalizacją firm).

JAKIE CZYNNIKI MOGĄ WSPIERAĆ RYNEK AKCJI W NAJBLIŻSZYCH MIESIĄCACH?

1. Dalsze spadki stóp procentowych lub rentowności obligacji oraz ekspansywna polityka fiskalna.
2. Poprawa sentymentu wśród konsumentów amerykańskich.
3. Rotacja kapitału z funduszy pieniężnych w stronę rynku akcji.
4. Deregulacja sektora finansowego w USA.
5. Czynniki poza makroekonomią – zakończenie wojen i sporów handlowych.

TRUMP GŁÓWNYM ROZGRYWAJĄCYM SENTYMENTU RYNKOWEGO

Patrząc na miniony 2025 rok, amerykański prezydent był głównym motorem zmian w polityce zewnętrznej i wewnętrznej USA. W 2026 roku nie będzie inaczej, tym bardziej, że jesienią odbędą się wybory uzupełniające do amerykańskiego parlamentu (tzw. midterms). Z tego względu, Donald Trump będzie chciał pokazać silną gospodarkę, a w tym

Wykres 6. Zmienność indeksu S&P500 na tle S&P500 liczonego kapitalizacją firm

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg – dane na dzień 30.11.2025 r.

może pomóc uchwalona pod koniec lata ustawa OBBB (z ang. One Big Beautiful Bill). Wprowadza ona szereg inicjatyw gospodarczych i obniżek podatkowych, co zapewne wesprze firmy amerykańskie.

CO Z TEMATYKĄ SZTUCZNEJ INTELIGENCJI?

Kolejnym istotnym wątkiem pozostaje rozwój badań nad sztuczną inteligencją (AI) oraz związanej z nią infrastruktury. Uważamy, że AI pozostaje ważnym katalizatorem rynku – amerykańskie spółki dominują zarówno w hardware, jak i software. Hyperscalerzy, czyli giganci rynku centrów danych, utrzymują rekordowo wysokie i rosnące nakłady inwestycyjne, wspierając cały łańcuch dostaw: od producentów półprzewodników do infrastruktury energetycznej. Z naszego punktu widzenia wkraczamy w moment ewolucji samej technologii w kierunku szerokiego zastosowania.

Może to oznaczać przetasowania w cyklu adopcji rozwiązań (niektóre uważane za pionierskie mogą okazać się drugim lub trzecim wyborem) albo zmiany niektórych jej liderów (bo koszty wdrożenia albo czas okażą się ekonomicznie nieuzasadnione). W naszej ocenie, będzie to dalej tematyka, która może elektryzować kolejne segmenty rynku oraz być fundamentem nowoczesnej gospodarki.

JAKIE STRATEGIE PREFERUJEMY?

Jeśli chodzi o strategię akcyjną na zagraniczne rynki akcji, to postępujące rozwarstwienie wycen i wyników spółek podnoszą wagę starannej selekcji. Preferujemy dywersyfikację strategii poprzez alokację sektorową lub tematyczną. Dlatego strategię dywidendową i megatrendową stanowią fundament naszej alokacji w akcje zagraniczne.

Wykres 7. University of Michigan Consumer Sentiment Index (CONSENT Index), czyli jak prezentuje się amerykański wskaźnik nastrojów konsumenckich

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg – dane na dzień 30.11.2025 r.

Krajowy rynek akcji



Piotr Grzeleński

Dyrektor Zespołu Zarządzania
Akcjami Rynku Krajowego



Piotr Sałata, CFA

Zarządzający portfelem,
Zespół Zarządzania Akcjami Rynku Krajowego

- Zachowanie polskiego rynku akcji w ostatnich trzech latach – lepsze niż wiele czołowych giełd świata.
- Najniżej wiszące owoce – wynik niegdyś uderzająco niskiej wyceny – zostały już zerwane, ale... z perspektywy prognozowanej dynamiki wyników spółek, rok 2026 zapowiada się całkiem dobrze.
- Fundamentalne znaczenie ma oczekiwana dalsza poprawa wyników i dywidendy.
- Jesteśmy umiarkowanie pozytywnie nastawieni na pierwszą połowę 2026 roku.

ZYSKI Z INWESTYCJI W POLSKIE AKCJE WYŻSZE NIŻ POTOCZNE OPINIE

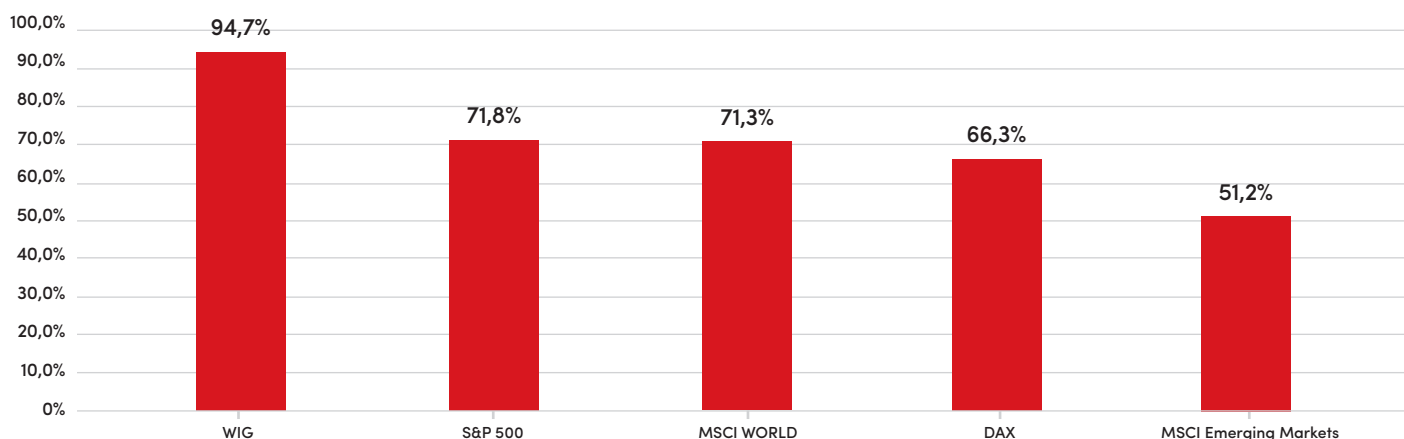
W ostatnich latach polski rynek akcji, zupełnie niestudnie, pozostawał w cieniu uwagi opinii publicznej. Ta bowiem skupiała się głównie na amerykańskich spółkach technologicznych czy rynku nieruchomości. Wielu komentatorów narzekało na kompozycje indeksu lub brak innowacji, które rzekomo ciążyły i ograniczały wzrosty na warszawskim parkiecie. Tymczasem tezę tym przeczą historyczne stopy zwrotu. W ostatnich trzech latach (5.12.2022 r. – 5.12.2025 r.) indeks WIG praktycznie podwoił swoją wartość (+95%). Okazała stopa zwrotu prezentuje się bardzo dobrze także w porównaniu z indeksami innych giełd. Główny indeks w Warszawie nie tylko częściowo zamknął lukę wycenową do rynków wschodzących, bijąc indeks MSCI Emerging Markets o około 43 punkty procentowe (to bardzo dużo), ale także względem wielu rozwiniętych rynków akcji. Stopa zwrotu z indeksu WIG prezentuje się bardzo

okazała w zestawieniu z szerokim rynkiem w Stanach Zjednoczonych, czyli indeksem S&P 500 czy niemieckim indeksem DAX – bijąc je odpowiednio o około 20 i 30 punktów (!).

NISKO WISZĄCE OWOCE ZERWANE, ALE WYCENY NADAL Z DYSKONTEM WOBEĆ ŚWIATA

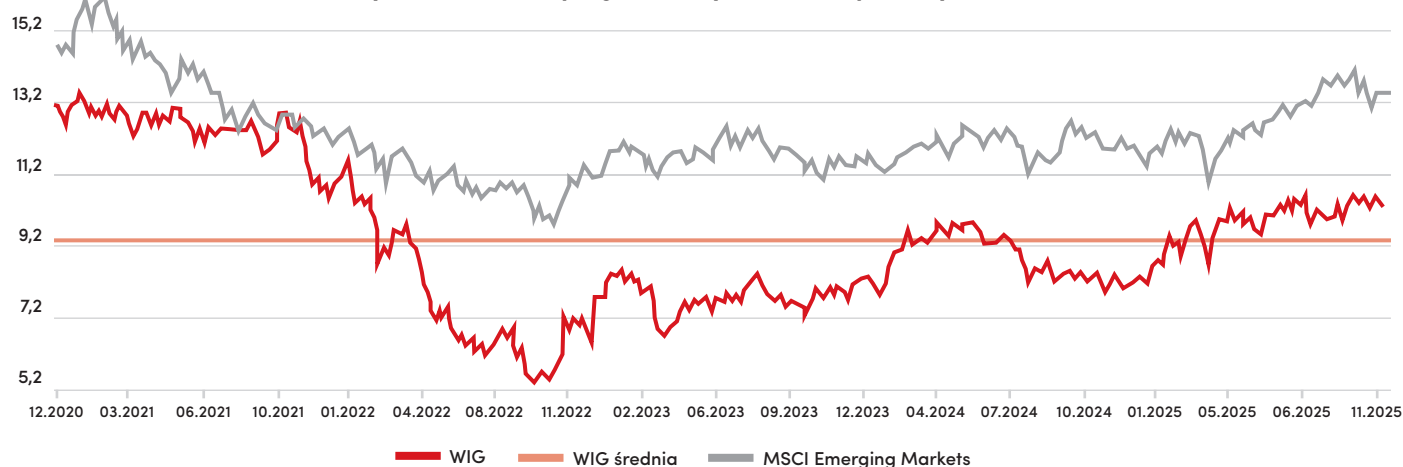
Po tak rewelacyjnych latach samoistnie nasuwa się pytanie o wycenę polskiego rynku akcji. Z pewnością najniżej wiszące owoce, wynikające z niegdyś uderzająco niskiej wyceny, zostały już zerwane. Popularny wskaźnik „cena do prognozowanych zysków” dla indeksu WIG plasuje się na poziomie 10,3 (patrz Wykres 9), co oznacza lekką premię w stosunku do swojej pięcioletniej średniej wynoszącej 9,4. Z drugiej strony, kiedy zestawimy poziom wyceny rynku z globalnymi indeksami, to widać, że mamy jeszcze wiele do nadrobienia. Dyskonta do giełd zachodnioeuropejskich, reprezentowanych przez indeks

Wykres 8. Trzyletnia stopa zwrotu dla poszczególnych indeksów giełdowych w okresie 05.12.2022 r. – 05.12.2025 r.



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg – dane za okres 05.12.2022 – 05.12.2025 r.

Wykres 9. Cena do prognozowanych na rok w przód zysków



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg – dane na dzień 30.11.2025 r.

MSCI Europe rzędu 32%, czy ponad 20% do rynków wschodzących (indeks MSCI Emerging Markets) pozostawiają cały czas miejsce do pozytywnych zaskoczeń.

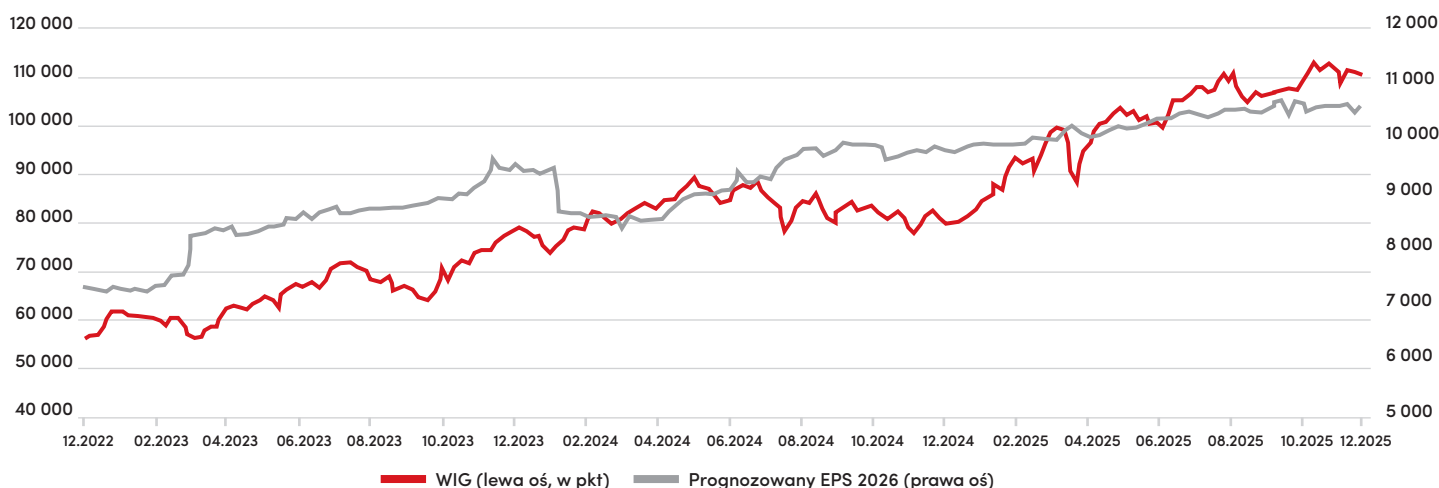
KLUCZEM DO SUKCESU: WYNIKI SPÓŁEK I PŁACONE PRZEZ NIE DYWIDENDY

Należy mieć na uwadze fakt, że wycena jest przede wszystkim wypadkową jakości raportowanych wyników, poziomu dywidend oraz oczekiwanych wzrostów. W ostatnich latach wysokie stopy zwrotu są przede wszystkim pochodną nominalnej poprawy raportowanych wyników, a nie tylko aprecjacji (wzrostu wartości) wskaźników. Czynnikiem przemawiającym za trwałym wzrostem wskaźnika (spadkiem premii za ryzyko) na naszej giełdzie jest poprawa jakości wyników, której przejawem jest rosnąca nominalna wartość wypłacanych

dywidend. Dywidendy są swoistą poduszką bezpieczeństwa w przypadku ryzyka korekt oraz dominującym źródłem nowego kapitału reinwestowanego na GPW.

Z perspektywy prognozowanej dynamiki wyników rok 2026 zapowiada się całkiem dobrze. Obecnie konsensus analityków zakłada około 14% ekspansję zagregowanego zysku netto. Jest to wprawdzie wyraźnie mniej niż poprawa, jaka miała miejsce w 2025 roku, jednak cały czas oceniamy to jako atrakcyjny poziom. Szczególnie w kontekście rewizji w dół prognoz dla sektora bankowego po wprowadzeniu podwyższonej stawki CIT dla tej branży. Z drugiej strony, obniżenie zysków tego największego segmentu warszawskiej giełdy, zgodnie z prognozami, ma być tylko przejściowe. Od 2027 roku ponownie oczekiwana jest dodatnia oraz dwucyfrowa dynamika zysków dla notowanych nad Wisłą banków.

Wykres 10. Indeks WIG na tle prognozowanego zysku na akcję (EPS)



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg – dane na dzień 30.11.2025 r.

Tabela 2. Podsumowanie prognoz i wyceny dla indeksu WIG

	2026 P	Dynamika	2027 P	Dynamika
Zagregowany zysk na akcję	10 705	14,3%	11 672	9,0%
Dywidenda na akcje dla indeksu	5 416	6,1%	5 851	8,0%
WYCENA:				
Cena do prognozowanego zysku	10,3		9,4	
Cena wartości księgowej	1,4		1,3	
Stopa dewidendy	4,9%		5,3%	

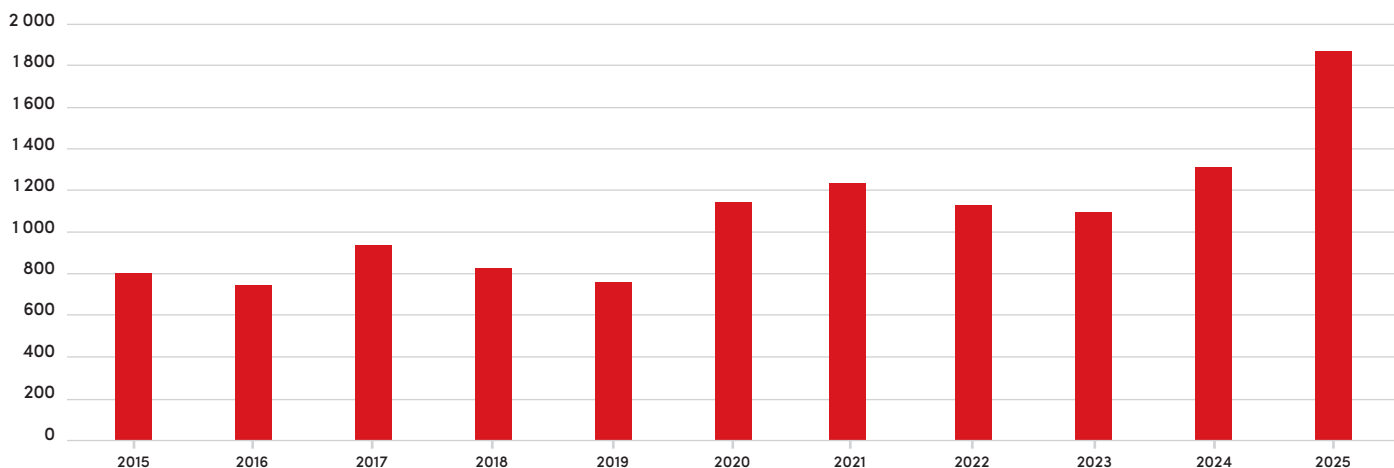
Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg – dane na dzień 30.11.2025 r.

DOBRE WYNIKI PRZYCIĄGAJĄ INWESTORÓW ZAGRANICZNYCH

W 2025 roku obserwowaliśmy wzrost zainteresowania krajowym rynkiem akcji m.in. ze strony inwestorów zagranicznych. Przejawem tego jest wzrost średniego dziennego obrotu dla spółek wchodzących w skład szerokiego indeksu WIG (patrz Wykres 11). Oczywiście w pewnym stopniu za ten wzrost odpowiada wyższa wartość indeksu, co przekłada się na wyższe ceny realizowanych transakcji. Jednak wzrost liczby transakcji również jest zauważalny. Z jednej strony, wskazuje to na rosnącą atrakcyjność i wiarygodność rodzimego rynku. Z drugiej – rosnące obroty mogą ograniczać bardzo istotny czynnik ryzyka – ryzyko płynnościowe. Wszystko to może prowadzić do dalszego przyciągania kapitału, poprawy wycen oraz wzmocnienia całego ekosystemu giełdy.

MAKRO WSPIERA POLSKIE SPÓŁKI I NASZĄ GIEŁDĘ

Czynnikiem wspierającym rynek akcji oraz uwiarygadniającym prognozowaną poprawę wyników będzie sprzyjające otoczenie makroekonomiczne. Druga połowa 2025 r. była okresem powrotu do cyklu obniżek stóp procentowych. Obecnie konsensus analityczny na rok 2026 zakłada dalsze obniżki do 3,5%. Tak istotny spadek stóp procentowych przełoży się na wzrost konsumpcji oraz inwestycji. Inwestycje będą dodatkowo wspierane rozpędzającymi się wydatkami w ramach KPO. Umiarkowany poziom inflacji, niższy poziom stóp procentowych oraz stosunkowo wysoki wzrost gospodarczy powinny być solidnym fundamentem dla spółek notowanych na GPW. To właśnie w sile spółek notowanych na GPW w Warszawie, eksponowanych na poprawiający się wzrost gospodarczy, upatrujemy potencjału do największych zaskoczeń wynikowych w najbliższych kwartałach.

Wykres 11. WIG – średni dzienny obrót w mln PLN w danym roku


Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg – dane na dzień 30.11.2025 r.

Wykres 12. Stopa referencyjna NBP



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg – dane na dzień 30.11.2025 r.

SZANSE SĄ, ALE RYZYK TAKŻE NIE BRAKUJE

Nie należy zapominać o potencjalnych zagrożeniach dla rynku akcji. Historycznie największym zagrożeniem jest ryzyko globalnej korekty. Jest to ryzyko, które zawsze towarzyszy inwestycjom na giełdzie. Polska giełda nie działa w próżni. W przeszłości, w okresie słabszej koniunktury gospodarczej w USA czy w Europie Zachodniej oraz korekty głównych indeksów giełdowych, parkiet w Warszawie zawsze podążał za wiodącymi rynkami. Nawet, gdy w tym czasie koniunktura w Polsce pozostawała umiarkowanie dobra. Przewidywanie głębokich korekt i recesji wbrew pozorom nie jest tak oczywiste, stąd też ryzyko traktowalibyśmy w kategorii zagrożeń poza naszą kontrolą. Lokalnie warto zwrócić uwagę na napiętą sytuację budżetową i jej negatywne konsekwencje. Po pierwsze, wzrasta ryzyko wprowadzania kolejnych podatków sektorowych w celu łatania budżetu od strony przychodowej. Po drugie, nie należy wykluczyć obniżenia ratingu Polski w drugiej połowie 2026 r., po tym jak agencje Fitch i Moody's zmieniły pespektywę na negatywną.

CIEŃ WOJNY W UKRAINIE CAŁY CZAS NAD NAMI, ALE...

Oczywistym czynnikiem ryzyka jest geopolityka, w tym przede wszystkim sytuacja w Ukrainie. Choć w 2025 roku otrzymaliśmy wiele rozmów i sygnałów zbliżających nas do

pokoju, ostatecznie nie przełożyły się one na żadne konkretne efekty, co teoretycznie nie napawa optymizmem. Jednak w przypadku rynków finansowych, zdarzenie, które jest powszechnie uważane za najbardziej prawdopodobne, zwykle jest już uwzględnione w cenach. Wydaje się zatem, że utrzymanie konfliktu na podobnym poziomie intensywności nie wpłynie znacząco na notowania aktywów finansowych w naszym regionie. Z drugiej strony, każde pozytywne zaskoczenie w postaci zakończenia lub nawet czasowego wstrzymania działań wojennych, może wywołać pozytywną reakcję rynku akcji.

UMIARKOWANIE POZYTYWNIE NASTAWIENI

Podsumowując, jesteśmy umiarkowanie pozytywnie nastawieni na pierwszą połowę 2026 roku. Oczekiwana przez analityków dwucyfrowa poprawa wyników może być wskazówką potencjalnych stóp zwrotu, przy założeniu realizacji ich prognoz. Wspierającymi czynnikami dla rodzimego rynku akcji będzie otoczenie w postaci dalszej stymulacji monetarnej (obniżki stóp procentowych) oraz prognozowana poprawa wyników spółek. Z drugiej strony, trudno będzie zbliżyć się do historycznych stóp zwrotu, co powinno plasować polski rynek pod względem potencjalnych stóp zwrotu na zbliżonym poziomie do globalnych rynków akcji.

UWAGA: Inwestowanie wiąże się z ryzykami. Opis ryzyk danego funduszu/wydzielonych w nim subfunduszy znajduje się w prospekcie informacyjnym tego funduszu i w Dokumencie zawierającym kluczowe informacje. Żaden fundusz inwestycyjny nie gwarantuje realizacji założonego celu inwestycyjnego ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Uczestnik funduszu inwestycyjnego powinien mieć świadomość możliwości osiągnięcia zysku, ale również poniesienia straty przynajmniej części wpłaconych środków. Tekst uwzględnia naszą wiedzę oraz stan gospodarek i rynków pod koniec 2025 roku. Zarówno nasze poglądy na rynek, jak i nastawienia, mogą ulec zmianie – w zależności od wydarzeń w gospodarkach, polityce i na rynkach.



Słowniczek

Asset Swap – to operacja finansowa, która polega na wymianie przepływów pieniężnych generowanych przez konkretne aktywa (zazwyczaj obligacje) na inne, dopasowane do potrzeb inwestora.

Najczęściej stosuje się go, aby zamienić stałe oprocentowanie kupionej obligacji na oprocentowanie zmienne, co pozwala zabezpieczyć się przed ryzykiem zmiany stóp procentowych. W ten sposób inwestor zachowuje zysk wynikający z wiarygodności emitenta obligacji (ryzyko kredytowe), ale zmienia charakter dochodu na taki, który lepiej pasuje do jego strategii portfelowej.

Asset Swap Spread (ASW) – to wskaźnik mierzący różnicę między rentownością obligacji a stopą rynkową swapu (zwykle opartą na stopach takich jak np. EURIBOR lub LIBOR/SOFR).

Jak to działa?

Co mierzy: ASW pokazuje premię ponad rynkową stopę procentową, jakiej inwestorzy żądają za trzymanie konkretnej obligacji zamiast „bezpiecznej” inwestycji o zmiennym oprocentowaniu.

Ryzyko kredytowe: Jest to kluczowy miernik ryzyka kredytowego; im wyższy spread ASW, tym bardziej ryzykowny jest emitent obligacji w oczach rynku.

Zastosowanie: Pozwala inwestorom porównywać atrakcyjność obligacji o różnych terminach zapadalności i kuponach, sprowadzając je do wspólnego mianownika – marży ponad rynkową stopę zmienną.

Cykl koniunkturalny – zmiany ogólnego poziomu aktywności gospodarczej (stanu gospodarki) zachodzące w miarę systematycznie w długim okresie obserwacji. Na cykl koniunkturalny składają się z reguły cztery kolejne fazy: ożywienie, boom, spowolnienie, recesja.

Discount Margin (DM) – to kluczowy wskaźnik używany do wyceny obligacji o zmiennym oprocentowaniu i oszacowania ich oczekiwanego zwrotu powyżej bazowej stopy rynkowej (np. WIBOR).

Jak to interpretować?

Wyobraź sobie, że kupujesz obligację o zmiennym oprocentowaniu, która obiecuje wypłacać:

WIBOR + 1% marży.

Discount Margin (DM) to wskaźnik, który mówi Ci, ile naprawdę zarobisz ponad ten WIBOR, biorąc pod uwagę aktualną cenę na giełdzie. W takim kontekście:

Cena a zysk: Jeśli obligacja jest tania (kupujesz ją z dyskontem, np. za 98% wartości), to Twój realny zysk będzie wyższy niż zapisane w umowie 1%. DM policzy to i pokaże Ci np. 1,5%.

Jak to mierzyć: DM pozwala porównać dwie różne obligacje zmiennokuponowe. Ta, która ma wyższy DM, jest teoretycznie bardziej zyskowna, ale zazwyczaj też bardziej ryzykowna.

Realna marża: W skrócie: DM to Twoja „marża rzeczywista”. Nie patrzysz na to, co obiecał emitent na początku, ale na to, ile zarabiasz ponad stawkę rynkową (np. WIBOR) przy dzisiejszej cenie zakupu.

Przykład: Jeśli obligacja ma DM = 2%, oznacza to, że trzymając ją, zarabiasz tak, jakbyś miał bezpieczną lokatę powiększoną o 2 punkty procentowe „bonusu” za ryzyko.

EPS (z angielskiego: *earnings per share*) – jeden z bardziej popularnych wskaźników stosowanych przy analizie notowanych na giełdzie spółek, określający udział zysku przypadającego na jedną akcję. Jest on liczony jako podzielenie zysku netto danego okresu przez liczbę wyemitowanych akcji.

Fed – System Rezerwy Federalnej, czyli bank centralny Stanów Zjednoczonych. Potoczna nazwa Fed to skrót z języka ang. od pierwszego członu nazwy „*Federal Reserve System*”. Fed nie ma właściciela, jest instytucją niezależną (a przynajmniej formalnie). Z kolei za kształtowanie poziomu stóp procentowych w USA odpowiada Federalny Komitet ds. Otwartego Rynku (z angielskiego: *Federal Open Market Committee, FOMC*).

Inflacja bazowa – miara wzrostu cen prezentująca kształtowanie się inflacji po wyłączeniu zmian uznawanych za pozostające poza oddziaływaniem polityki pieniężnej. Najpopularniejsze wyłączenie obejmuje ceny żywności i energii.

Inflacja CPI (z angielskiego: *Consumer Price Index*) – to najpopularniejszy wskaźnik inflacji i deflacji – pokazujący zmiany cen towarów i usług konsumpcyjnych, obliczany na podstawie średniej ważonej cen towarów i usług nabywanych przez przeciętne gospodarstwo domowe.

Krzywa dochodowości – najbardziej popularna dotyczy obligacji rządowych. W uproszczeniu obrazuje ona rentowność obligacji (o zbliżonym ryzyku), ale o różnym terminie zapadalności. Przedstawia zatem wartości rentowności dla obligacji o krótkich terminach zapadalności (rok, dwa lata) aż do tych najdłuższych (dziesięć a czasami nawet i 50 lat). Krótki koniec krzywej rentowności znajduje się po lewej stronie wykresu. Reprezentuje rentowność obligacji o krótkich terminach. Natomiast „długi koniec” – po przeciwnej. Zazwyczaj rentowności krótkich obligacji są niższe niż tych dłuższych. Połączenie tych wartości daje linię wznoszącą się z lewej strony ku prawej. Wygładzenie krzywej rentowności w uproszczeniu ma miejsce,

gdy rentowności na „krótkim końcu”, są na zbliżonym poziomie jak na długim. Linia staje się bardziej płaska. Mówiąc z kolei o stromieniu, mamy na myśli sytuację, gdy linia staje się bardziej stroma, czyli wartości rentowności na długim końcu krzywej stają się relatywnie wyższe niż na krótkim końcu.

MSCI EM (MSCI Emerging Markets) – indeks odwzorowujący stopy zwrotu cen akcji dużych i średnich spółek z 24 krajów rozwijających się (tzw. Emerging Markets), obliczany i publikowany przez MSCI.

MSCI World – globalny indeks, który odwzorowuje stopy zwrotu cen akcji dużych i średnich przedsiębiorstw z 23 rynków rozwiniętych, obliczany i publikowany przez MSCI.

Obligacje high yield (obligacje wysokodochodowe) – potocznie o korporacyjnych dłużnych papierach wartościowych, które przynoszą wyższe oprocentowanie, ponieważ mają niższy rating kredytowy (poziom spekulacyjny) niż obligacje o ratingu inwestycyjnym.

OECD Total Composite leading indicator – jest to wskaźnik wyprzedzający, który ma na celu dostarczenie wczesnych sygnałów o punktach zwrotnych w cyklach koniunkturalnych. Pokazuje on wahania aktywności gospodarczej wokół jej długoterminowego poziomu potencjału (czyli wartości 100). Jego konstrukcja koncentruje się na punktach zwrotnych (szczytach i spadkach). Pokazuje on kierunki zmian – a nie ich zakres wartościowy.

One Big Beautiful Bill (oficjalnie: One Big Beautiful Bill Act, w skrócie OBBB) – to gigantyczna ustawa budżetowa i podatkowa, która stanowi fundament gospodarczy drugiej kadencji prezydenta Donalda Trumpa w 2025 roku. Została podpisana 4 lipca 2025 roku po wielomiesięcznych sporach w Kongresie.

Najważniejsze elementy tej ustawy to:

- **Stale obniżki podatków:** Ustawa na stałe wprowadziła niższe stawki podatkowe dla osób fizycznych i firm, które pierwotnie zostały uchwalone w 2017 roku i miały wygasnąć z końcem 2025 roku.
- **Nowe zwolnienia i ulgi:** Wprowadzono brak opodatkowania napiwków (No Tax on Tips), nadgodzin (No Tax on Overtime) oraz odsetek od kredytów na samochody wyprodukowane w USA.
- **Wydatki na bezpieczeństwo:** Przeznaczono miliardy dolarów na dokończenie budowy muru na granicy z Meksykiem, masowe deportacje oraz budowę nowej tarczy antyrakietowej (tzw. Złotej Kopuły).
- **Cięcia socjalne:** Aby częściowo sfinansować ulgi, ustawa drastycznie obciążyła wydatki na programy społeczne, takie jak ubezpieczenia zdrowotne Medicaid oraz pomoc żywnościową SNAP (tzw. kartki na żywność), wprowadzając surowe wymogi dotyczące obowiązku pracy.

- **Trump Accounts:** Utworzono specjalne, uprzywilejowane podatkowo konta oszczędnościowe dla dzieci, na które rząd wpłaca jednorazowy bonus w wysokości 1000 USD dla każdego noworodka urodzonego w latach 2025–2028.

PKB (Produkt krajowy brutto) – przedstawia sumę wartości dóbr i usług finalnych wytworzonych na terenie danego państwa w określonej jednostce czasu (najczęściej w ciągu roku). Wzrost realnego produktu krajowego brutto stanowi miarę wzrostu gospodarczego.

Presja inflacyjna – sytuacja w gospodarce danego kraju, w którym bardziej prawdopodobny jest wzrost inflacji niż jej obniżenie. Może ona wynikać np. z wzrostu płac lub produktów. Często jej mechanizm w warunkach ożywienia gospodarczego jest interpretowany poprzez wzrost optymizmu konsumentów związany z owym ożywieniem gospodarczym i oczekiwanym wzrostem dochodów gospodarstw domowych. To powoduje zwiększenie popytu konsumpcyjnego (ludzie więcej kupują), umożliwiając podwyższenie cen produktów finalnych przez przedsiębiorstwa bez obaw o zmniejszenie popytu na te produkty (skoro jest tak wielu chętnych to jeśli będzie drożej i tak uda nam się sprzedać ile zamierzamy, nawet jeśli część z klientów zrezygnuje).

Rating obligacji – ocena wiarygodności kredytowej będącej miarą ryzyka związanego z inwestycją w papiery dłużne emitenta. Rating nadawany jest przez agencję ratingową na podstawie oceny ryzyka ekonomicznego, politycznego i społecznego. Głównymi agencjami ratingowymi są: Fitch, Moody's i S&P.

	Rating
Rating inwestycyjny	AAA
	AA+
	AA
	AA-
	A+
	A
	A-
	BBB+
	BBB
	BBB-
Rating nieinwestycyjny	BB+
	BB
	BB-
	B+
	B
	B-
	CCC
	CC
Emitent w upadłości	C
	D

Źródło: Bloomberg, rating S&P



RPP – Rada Polityki Pieniężnej jest organem NBP. W skład Rady Polityki Pieniężnej wchodzi Przewodniczący Rady, którym jest Prezes NBP oraz 9 członków, powoływanych w równej liczbie przez: Prezydenta RP, Sejm RP i Senat RP. Odpowiada ona m. in. za założenia polityki pieniężnej w Polsce oraz ustala wysokość stóp procentowych NBP.

Shutdown – w polityce USA „government shutdown” (zamknięcie rządu).

Przyczyna: Następuje, gdy Kongres i prezydent nie mogą dojść do porozumienia w sprawie ustawy budżetowej na kolejny rok, przez co agencje państwowe tracą prawne prawo do wydawania pieniędzy.

Skutek: Wiele urzędów, parków narodowych i agencji (np. NASA) zostaje zamkniętych, a setki tysięcy pracowników cywilnych przechodzi na przymusowy, bezpłatny urlop.

Wyjątki: Pracę kontynuują jedynie służby kluczowe dla bezpieczeństwa kraju, takie jak wojsko, policja czy kontrolerzy lotów, jednak często nie otrzymują oni wypłat aż do zakończenia sporu.

Warto dodać, że w 2025 roku USA doświadczyło najdłuższego w historii, 43-dniowego zamknięcia rządu, które trwało od 1 października do 12 listopada.

Spread kredytowy – w uproszczeniu spread kredytowy jest interpretowany jako różnica rentowności pomiędzy wskazanym instrumentem dłużnym, a instrumentem nieobciążonym ryzykiem (co ważne, o podobnym terminie zapadalności). Na rynku obligacji eurowych za instrument nieobciążony ryzykiem (wolny od ryzyka) uznawana jest np. niemiecka obligacja skarbową, z kolei w przypadku obligacji dolarowych – amerykańska. Zawężanie spreadów polega na zmniejszeniu się różnicy.

Sektor cykliczny – definiowane są jako te, które podążają za trendami w całej gospodarce. W konsekwencji sprawia to, że ceny akcji spółek wchodzących w ich skład są wrażliwe na zmiany tempa aktywności gospodarczej. Sektory cykliczne to np. samochodowy, lotniczy, hotelarski, reklamowy.

Wskaźnik cena/zysk (z angielskiego: P/E) – jeden z najpopularniejszych wskaźników oceny atrakcyjności akcji spółki. Oblicza się go dzieląc cenę rynkową jednej akcji przez zysk netto przypadający na jedną akcję.

Wskaźnik cena/wartość księgową (z angielskiego: P/BV) – wskaźnik informujący o bieżącej wycenie przez rynek wartości księgowej, czyli różnicy pomiędzy aktywami bilansowymi a zobowiązaniami ogółem, danej spółki giełdowej. W największym skrócie wskaźnik informuje inwestorów ile trzeba obecnie zapłacić na giełdzie za majątek firmy. Jeżeli P/BV spółki A wynosi 0,80 znaczy to, że jedną złotówkę jej majątku można kupić za 80 groszy.

Informacja prawna

Materiał nie stanowi oferty w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny, usługi doradztwa inwestycyjnego ani udzielania rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych lub ich emitentów w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi ani usługi doradztwa prawnego. Treści zawarte w materiale nie spełniają definicji badań inwestycyjnych, o których mowa w art. 36 ust. 1 pkt a) i b) rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Materiał nie należy traktować jako informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną i rekomendacji inwestycyjnej opisanych w art. 3 ust. 1 pkt 34) i 35) rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 roku w sprawie nadużyć na rynku. W materiale wykorzystano źródła informacji, które Pekao TFI S.A. analizując z najwyższą starannością, uważa za rzetelne i wiarygodne. Nie istnieje jednak gwarancja, iż są one w pełni wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Jeżeli w materiale zawarte są hiperłącza do serwisów internetowych niebędących własnością Pekao TFI S.A., Pekao TFI S.A. nie ponosi odpowiedzialności za zawartość oraz dostępność tych serwisów. Wszelkie opinie i oceny zawarte w materiale wyrażają wyłącznie opinię ich autora. Powielanie, publikowanie bądź rozpowszechnianie w jakikolwiek inny sposób całości lub części materiału bez zgody Pekao TFI S.A. jest zabronione.

UWAGA! Indywidualna stopa zwrotu z inwestycji nie jest tożsama z wynikiem inwestycyjnym funduszu/subfunduszu i jest uzależniona od dnia zbycia oraz dnia odkupienia jednostek uczestnictwa, a także od wysokości pobranych opłat manipulacyjnych i opłat za zarządzanie, które obniżają wartość inwestycji, kategorii jednostek uczestnictwa oraz mogących ulec zmianie obowiązków podatkowych obciążających uczestnika, w szczególności wysokości podatku od dochodów kapitałowych. Maksymalną wysokość oraz zasady ustalania i pobierania wskazanych opłat określa prospekt informacyjny danego funduszu. Stawki opłat manipulacyjnych wskazane są w tabeli opłat manipulacyjnych udostępnianej przez dystrybutora. Każdy dystrybutor posiada odrębną tabelę opłat manipulacyjnych i ma prawo do obniżenia wysokości opłaty manipulacyjnej lub zwolnienia z obowiązku jej ponoszenia. Tabela opłat manipulacyjnych zawierająca maksymalne stawki opłat obowiązujące u dowolnego dystrybutora dostępna jest na www.pekaotfi.pl.

Jest to materiał reklamowy. Zawarte w nim informacje nie mogą być jedyną podstawą do podjęcia decyzji inwestycyjnej. Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej należy zapoznać się z prospektem informacyjnym odpowiedniego funduszu zawierającym szczegółowy opis czynników ryzyka związanego z inwestowaniem i zwięzły opis praw uczestników, a także dokumentem zawierającym kluczowe informacje oraz – w przypadku specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego – Informacją dla klienta alternatywnego funduszu inwestycyjnego, które dostępne są w jęz. polskim u dystrybutorów i na www.pekaotfi.pl.

Pełna lista dystrybutorów dostępna jest na www.pekaotfi.pl.

Pekao Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, 01-066 Warszawa, ul. Żubra 1, wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego Sądu Rejonowego dla m. st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000016956, NIP 521 11 82 650. Kapitał zakładowy 50 504 000 złotych, w całości opłacony. Pekao TFI S.A. działa na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego.

Data sporządzenia komentarza: 22.12.2025 r., chyba że wskazano inaczej.



Pekao TFI

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych

MATERIAŁ REKLAMOWY

DOŚWIADCZENIE JEST WARTOŚCIĄ

od 1992 dla Ciebie

Od ponad 30 lat **budujemy zaufanie** do rynku funduszy inwestycyjnych i nieprzerwanie **wspieramy klientów** w decyzjach inwestycyjnych. Nasza aktywność eksperta rynku finansowego była **wielokrotnie wyróżniana**, czego dowodem jest **ponad 70 nagród**, będących wyrazem uznania klientów i niezależnych agencji.





Pekao Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

ul. Żubra 1

01-066 Warszawa

Centrum Obsługi Klienta

801 641 641

+48 (22) 640 40 40*

www.pekaotfi.pl

opłata wg cennika operatora

* dla dzwoniących z zagranicy oraz telefonów komórkowych