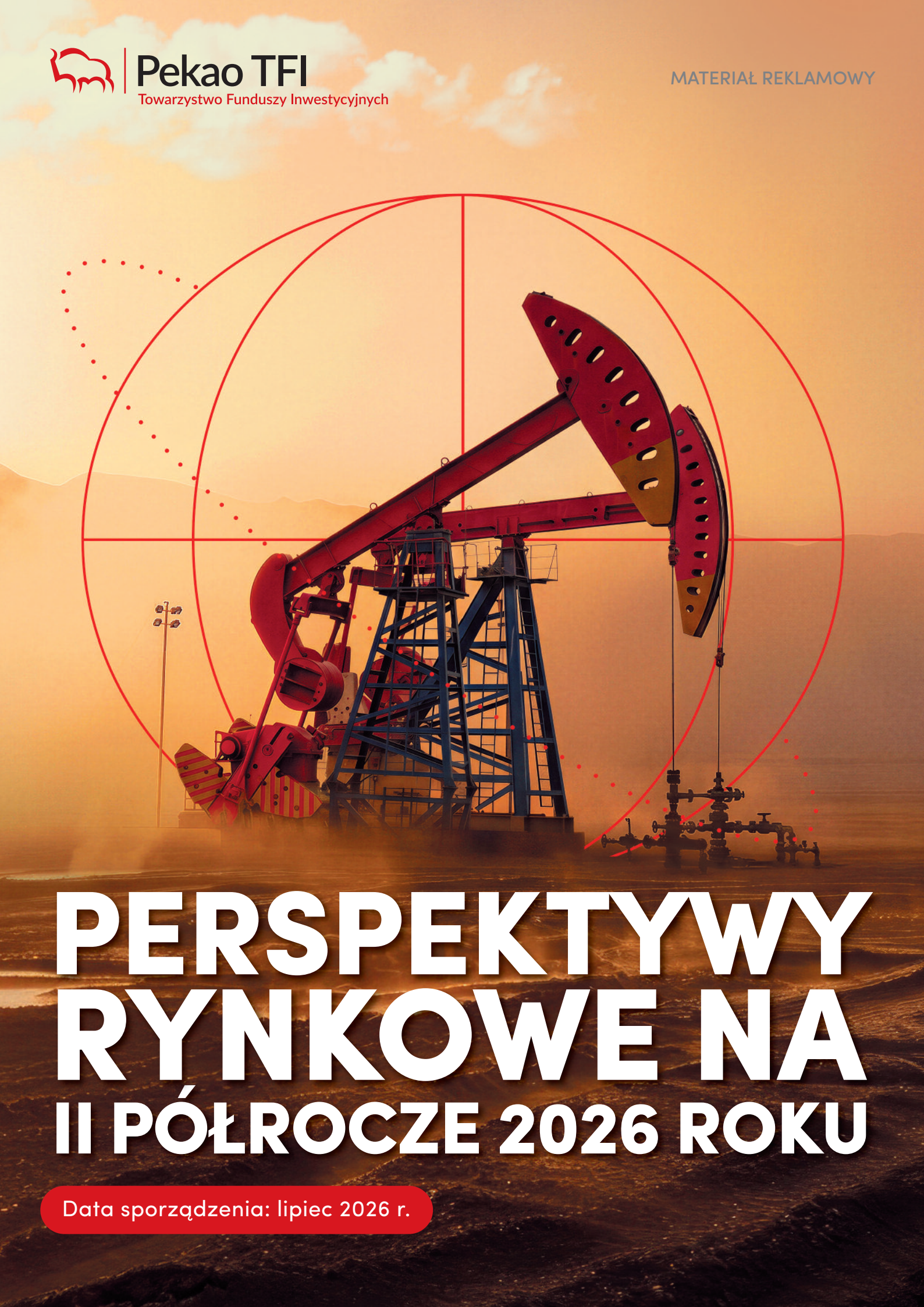




Pekao TFI

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych

MATERIAŁ REKLAMOWY



PERSPEKTYWY RYNKOWE NA II PÓŁROCZE 2026 ROKU

Data sporządzenia: lipiec 2026 r.



Spis treści

Wprowadzenie	1
Makroekonomia, stopy procentowe a rynki obligacji	3
Strategia rynkowa	7
Globalne obligacje korporacyjne o ratingu inwestycyjnym i spekulacyjnym	8
Zagraniczne rynki akcji	11
Krajowy rynek akcji	14
Globalny rynek surowców	18
Postscriptum	20
Słowniczek	23
Informacja prawna	25

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.

Wprowadzenie



Jacek Babiński, CFA

Wiceprezes Zarządu
odpowiedzialny za Pion Zarządzania Aktywami

„Rok 2026 – nowa sytuacja wymusza zmianę strategii” – podkreślaliśmy w poprzednim raporcie „Perspektywy rynkowe” ze stycznia bieżącego roku. Okładkę, nieprzypadkowo, dominowała sylwetka alpinisty, ostrożnie wchodzącego na nowe szczyty... Jak się okazało, ta ostrożność była wskazana, a rozwój wydarzeń geopolitycznych przejściowo wywrócił do góry nogami część rynkowych scenariuszy. Tym bardziej, że nieco wbrew klasycznym wyobrażeniom, najbardziej zmiennym okazała się klasa aktywów kojarzona z relatywnie największym bezpieczeństwem – obligacje rządowe, a najbardziej odpornym – obciążone wyższym ryzykiem – akcje.

Wszystko dlatego, że wiosną tego roku (od końca lutego) wojna Donalda Trumpa i Izraela przeciw Iranowi sprawiła, że przez rynki surowców i obligacji przeszedł huragan. Tymczasem w pierwszym półroczu światowe giełdy, w tym również nasz rodzimy parkiet, okazały się zaskakująco odporne na napięcia geopolityczne. Symptomatyczne, że w ostatnich latach mimo bardzo trudnego otoczenia geopolitycznego na rynkach akcji dominowała hossa. Mimo nadal bardzo delikatnej sytuacji, czerwcowe uspokojenie napięć wokół Iranu przyniosło wyraźny spadek cen ropy naftowej oraz odbicie cen na rynku obligacji. To pozwoliło odrobić znaczną część wojennych strat. Dzięki temu strategię obligacyjną kończyły pierwsze półrocze 2026 r. na plusie.

A co dalej? O tym w najnowszym wydaniu naszego raportu „Perspektywy rynkowe”, tym razem poświęconemu rozpoczętej drugiej części 2026 roku.

MAKROEKONOMIA A OBLIGACJE

Rozpoczynamy klasycznie – od rzutu oka na **makroekonomię i rynki długu**, o których piszą **Tomasz Pawluć, Jarosław Karpiński i Kamil Jankowski** (strona 3).

- W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że inflacja w Polsce utrzyma się na niskim poziomie, a stopy Narodowego Banku Polskiego (NBP) nie zmienią się do końca tego roku. Natomiast w USA możliwa jest podwyżka stóp.
- Naszym zdaniem strategię dłużne krótkoterminowe mogą w drugiej połowie roku dać lepsze wyniki niż inflacja i depozyty.
- Dodatkowo realne stopy procentowe na świecie sprzyjają długoterminowej alokacji¹ w obligacje.

- Wysoki deficyt budżetowy Polski, rosnące zadłużenie oraz koszty jego obsługi, budzą obawy inwestorów oraz zwiększają wrażliwość naszego kraju na czynniki zewnętrzne.
- Jeśli ceny energii pozostaną stabilne i nie pojawią się nowe nieprzewidziane wydarzenia, to drugie półrocze może być lepsze zarówno dla strategii dłużnych krótkoterminowych, jak i obligacji długoterminowych.
- Rentowność – zarówno nominalna, jak i realna, czyli uwzględniająca dostępne obecnie prognozy inflacji na kolejne kwartały, wciąż jest na tyle wysoka, że inwestorzy mogą myśleć o „zarabianiu na kuponie”.
- Jakie jeszcze ryzyka dla rynku obligacji? Przede wszystkim wspomniana geopolityka. W Polsce – napięta sytuacja budżetu i pogarszająca się kondycja finansów publicznych, a na świecie ewentualnie bardziej jastrzębia od oczekiwań polityka amerykańskiego banku centralnego. Wyższe od oczekiwań podwyżki stóp procentowych przez Fed mogłyby negatywnie wpływać na obligacje rynków wschodzących, w tym Polski.

GLOBALNE OBLIGACJE KORPORACYJNE

Trochę w cieniu wydarzeń na rynku surowców i obligacji rządowych pozostawały **globalne obligacje korporacyjne**. Sytuację w tym segmencie komentuje **Karol Ciuk** (strona 8). Naszym zdaniem, druga połowa 2026 r. może być dobrym okresem do inwestowania na globalnym rynku obligacji korporacyjnych.

- Wysokie rentowności pozostają głównym argumentem za utrzymywaniem ekspozycji na tę klasę aktywów. Niemniej jednak w obecnym, zmiennym otoczeniu makroekono-

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



micznym szczególnego znaczenia nabiera selekcja emitentów, sektorów oraz terminów zapadalności.

- Nadal preferujemy aktywne podejście inwestycyjne, utrzymywanie alokacji oraz wykorzystywanie ewentualnych okresów podwyższonej zmienności, do zwiększania zaangażowania po bardziej atrakcyjnych wycenach.

SUROWCE

Surowce były tą klasą aktywów, która w pierwszym półroczu 2026 roku, przyciągnęła uwagę nie tylko inwestorów. Najpierw, w styczniu i lutym, szeroka publiczność śledziła dynamiczny wzrost cen, a potem mocne wahania wycen – głównie złota i srebra. Wybuch konfliktu na Bliskim Wschodzie sprawił, że tematem numer jeden stały się ceny ropy i gazu. Sytuację na rynku surowców omawia **Karol Ciuk** (strona 18).

- Mimo bardzo dużych wahań cen surowców, pierwsza połowa 2026 roku była udana dla inwestorów, którzy zbudowali z nich zdywersyfikowany portfel.
- W naszej opinii, w obecnym otoczeniu, wciąż warto dywersyfikować oszczędności i utrzymywać ekspozycję na szerokim rynku surowcowym.
- Po wiosennym spadku cen, złoto znów wygląda ciekawie, szczególnie w długoterminowej perspektywie.

AKCJE GLOBALNE

W pierwszym półroczu 2026 roku można było odnieść wrażenie, że **globalne rynki akcji** zignorowały konflikt z Iranem. Inwestorzy skupili się głównie na publikowanych nadal bardzo dobrych wynikach kwartalnych wielu spółek. Olbrzymie zainteresowanie inwestorów tematami technologicznymi, zwłaszcza sztuczną inteligencją, napędzało giełdy w USA i niektóre parkiety w Azji. O potencjale popytu na „modne” tematy technologiczne dobitnie świadczył niesamowicie wysoki popyt na akcje SpaceX w rekordowej ofercie IPO. O wnioskach na drugie półrocze opowiadają **Piotr Stopiński** i **Filip Lubka** (strona 11).

- W naszym scenariuszu bazowym zakładamy kontynuację ożywienia gospodarczego oraz dużą aktywność na światowych rynkach akcji.
- W drugiej połowie 2026 roku za zasadne uważamy łączenie strategii tematycznych – takich jak strategie megatrendowe, dywidendowe oraz uwzględniające czynniki ekologiczne.
- Dla osób, które dotychczas nie inwestowały w akcje, ale akceptują ryzyko zmienności rynków akcyjnych, strategie dywidendowe mogą stanowić jedną z możliwych form ekspozycji na tę klasę aktywów.

AKCJE KRAJOWE

Naszym bazowym założeniem na drugą połowę roku, ważnym także dla **naszego rynku akcji**, jest stopniowy powrót

do swobodnej żeglugi w Cieśninie Ormuz oraz względna stabilizacja na rynku surowców energetycznych – zauważają **Piotr Grzebiński** i **Piotra Sałata** (strona 14).

- Pomimo obniżenia się napięcia, Bliski Wschód, nadal może być ważnym źródłem ryzyka geopolitycznego.
- Dla globalnych rynków akcji, przejście z luzowania polityki monetarnej (przede wszystkim jako obniżki stóp procentowych) do jej łagodnego zacieśniania (w głównej mierze jako podwyżki stóp) może być umiarkowanie negatywną informacją. Niemniej mocne „ubankowienie”, czyli znaczny udział akcji banków w całości polskich indeksów oraz oddalenie perspektywy łagodzenia polityki monetarnej w naszym kraju, przy zachowaniu stosunkowo dobrych perspektyw makroekonomicznych, jest całkiem pozytywnie dla fundamentów rynku akcji nad Wisłą.
- W scenariuszu bazowym na drugie półrocze 2026 roku jesteśmy neutralnie nastawieni do krajowego rynku akcji. Natomiast nowością jest brak istotnego dyskonta w wycenie akcji polskich spółek względem rynków wschodzących.

GEOPOLITYKA, SCENARIUSZE I RYZYKA

Pierwsze półrocze 2026 r. było testem odporności nerwowej inwestorów. Atmosfera na rynkach potrafiła zmieniać się czasem co kilka godzin, powodując znaczne wahania wycen. I, mimo pewnego uspokojenia oraz wielkiej rynkowej ulgi w czerwcu, doświadczenia te trzeba mieć nadal na uwadze.

Zmieniające się scenariusze geopolityczne, szereg ważnych – także dla rynków – pytań nadal bez odpowiedzi oraz wynikające z nich ryzyka sygnalizuje **Łukasz Kwiecień** (strona 20).

WYBÓR NALEŻY DO INWESTORÓW

Zdywersyfikowany portfel surowców? Obligacje krótkoterminowe i długoterminowe? A może akcyjne strategie tematyczne – dywidendowe czy megatrendowe? Wybór należy do inwestorów. My, jako Pekao TFI, tradycyjnie dzielimy się swoimi przemyśleniami w tym wydaniu półrocznego raportu „Perspektywy rynkowe”. Zapraszamy do lektury!

Równocześnie zwracamy uwagę, że inwestorzy powinni kierować się indywidualnymi preferencjami: poziomem akceptowanego ryzyka, oczekiwaniami oraz możliwościami finansowymi i czasowymi. Nasze komentarze uwzględniają aktualną sytuację rynkową, mogą się zmieniać wraz z rozwojem wydarzeń i nie stanowią podstawy do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Zapraszamy do lektury, słuchania i oglądania naszych komentarzy – na stronie www.pekaotfi.pl oraz na profilu LinkedIn.

Makroekonomia, stopy procentowe a rynki obligacji



Tomasz Pawluć, CFA

Dyrektor Zespołu Zarządzania
Instrumentami Dłużnymi,
Zarządzający portfelem



Jarosław Karpiński, CFA

Zarządzający aktywami,
Zespół Zarządzania
Instrumentami Dłużnymi



Kamil Jankowski, CFA

Zarządzający portfelem,
Zespół Zarządzania
Instrumentami Dłużnymi

- **Od końca lutego do końca czerwca 2026 r. przez rynki obligacji przechodził huragan. Siłą napędową tej wichury były skokowe wzrosty cen ropy i gazu, obawy o wzrost inflacji i podwyżki stóp procentowych. Uspokojenie zawieruchy przyniosło odbicie notowań papierów i odrobienie sporej części „wojennych” strat. Dzięki temu strategię obligacyjną skończyły półrocze na plusie.**
- **Naszym zdaniem, strategię dłużną krótkoterminową mogą w drugiej połowie 2026 roku dać lepsze wyniki niż inflacja i depozyty.**
- **Dodatknie realne stopy procentowe na świecie sprzyjają inwestowaniu w obligacje w długim terminie. Jednocześnie w Polsce przestrzeń do dalszych obniżek stóp procentowych jest ograniczona. Wysoki deficyt budżetowy Polski, rosnące zadłużenie oraz koszty jego obsługi budzą obawy inwestorów oraz zwiększają wrażliwość naszego kraju na czynniki zewnętrzne.**
- **Jeśli ceny energii pozostaną stabilne i w Polsce nie doświadczymy jakichś nagłych wydarzeń związanych z pogodą, które mogłyby wpłynąć na wzrost cen produktów rolnych, to drugie półrocze może być lepsze zarówno dla strategii dłużnych krótkoterminowych, jak i długoterminowych.**
- **Rentowność – zarówno nominalna, jak i realna, czyli uwzględniająca dostępne obecnie prognozy inflacji na kolejne kwartały, wciąż jest na tyle wysoka, że inwestorzy mogą myśleć o „zarabianiu na kuponie”.**
- **Poza geopolityką, ryzykiem dla rynku obligacji jest ewentualnie bardziej jastrzębia od oczekiwań polityka amerykańskiego Fed. Wyższe od oczekiwań podwyżki stóp Fed mogłyby negatywnie wpływać na obligacje rynków wschodzących, w tym Polski.**

Szalona huśtawka emocji, notowań i rentowności – to pierwsza połowa roku 2026 na rynkach obligacji. Wszystko za sprawą koszarnej geopolityki, wojny USA i Izraela przeciw Iranowi oraz spektakularnych zmian ceny ropy naftowej i gazu. Mimo momentami dramatycznych wydarzeń na rynku – portfele obligacji w tej pierwszej, burzliwej połowie roku wyszły na plus. Ci, którzy nie przestraszyli się wojny i kupowali mocno przecenione papiery, mogli zarobić znacznie więcej.

GEOPOLITYCZNA ZAWIERUCHA WYWRÓCIŁA SCENARIUSZE

Dla przypomnienia – w 2026 rok wchodziliśmy z dość powszechnym na rynku przekonaniem, że era dezinflacji i cykl obniżek stóp procentowych zmierzają ku końcowi. Wchodziliśmy również z nadzieją na stabilizację inflacji na niskim poziomie. Z jednej strony ograniczało to potencjał wzrostów cen obligacji, ale dawało też perspektywę na „zarabianie na kuponie”. Dla polskich obligacji pierwsze dwa miesiące 2026 r. były bardzo dobre. Aż, pod koniec lutego, USA i Izrael uderzyły z wielką siłą na Iran. Reakcja rynków była nerwowa.

Drożała ropa, taniały obligacje, ale chyba jednak przeważała opinia, że Iran nie wytrzyma długo tak intensywnego ataku. Tymczasem nie tylko wytrzymał, ale i kontratakował szeroko w regionie. Ataki na bazy i infrastrukturę w bogatych państwach współpracujących z USA wywołały panikę. Najpierw z ogarniętego chaosem i atakami regionu zaczęli uciekać turyści i zamożni rezydenci. Dość szybko zamarł transport ropy i gazu przez cieśninę Ormuz, a kolejne ataki niszczyły infrastrukturę. Węglowodory drożały skokowo a w dyskusji analityków zaczął dominować strach przed inflacją. A skoro pojawiło się widmo inflacji, to i presja na spadek cen obligacji. Szczególnie mocno uderzyło to w ceny polskich papierów. Rentowność polskich 10-letnich „skarbówek” wzrosła z poziomu 4,80-4,90% tuż przed początkiem wojny chwilowo nawet do ponad 6% w jej apogeum. To w oczywisty sposób odbiło się na wycenach portfeli takich papierów, ale z perspektywy czasu stworzyło także okazję do ich tańszego zakupu.

Prezydent Donald Trump tak wiele razy zapowiadał bliskie zakończenie wojny, że stało się to tematem globalnych żartów.

**Wykres 1. Cena ropy naftowej – gatunek Brent
(kontrakty terminowe) w USD za baryłkę**

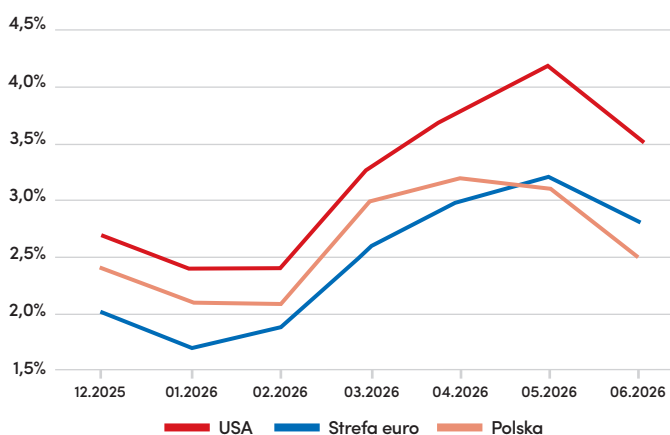


Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, dane na dzień 20.06.2026 r.

W końcu zawarto jednak najpierw kruche porozumienie o zawieszeniu broni, a – w czerwcu – chybotliwe i podważane wzajemnymi atakami, ale pod koniec miesiąca nadal obowiązujące tymczasowe memorandum. Rynek ropy reagował spektakularnymi spadkami cen, a obligacje – mocnymi wzrostami. Pozwoliło to odrobić sporą część strat wojennych, ale np. polskie rentowności pozostały wyraźnie wyższe niż przed rozpoczęciem wojny Donalda Trumpa (pod koniec czerwca 2026 r. rentowność 10-letnich polskich obligacji była na poziomie ok. 5,30%).

Cztery miesiące wojny wyrzuciły – przynajmniej chwilowo – do góry nogami wcześniejsze scenariusze makroekonomiczne. W części gospodarek widoczny był wyraźny impuls inflacyjny. Polska wyróżniła się tu pozytywnie, ale było to możliwe m.in. dzięki kosztownemu programowi osłonowemu CPN. Europejski Bank Centralny (EBC) pospieszył z podwyżką stóp. Deeskalacja konfliktu i wyraźny spadek cen ropy sprawiły, że zniknęły obawy o podwyżkę stóp procentowych w Polsce.

Wykres 2. Inflacja (wskaźnik roczny)



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, dane na koniec czerwca 2026 r.

W USA było jednak inaczej – przy inflacji znacznie powyżej celu, temat podwyżek stóp w USA wrócił. Stało się tak mimo przejścia sterów w Fed przez Kevina Warsha, człowieka prezydenta Trumpa, który przez lata wręcz obsesyjnie optował za znacznymi obniżkami stóp w USA.

W Polsce coraz większe znaczenie może mieć pogarszająca się sytuacja budżetowa – wysoki deficyt, rosnące zadłużenie i coraz wyższe koszty obsługi długu. Perspektywa wyborów w 2027 r. sprawia, że trudno marzyć o niezbędnych i zdecydowanych reformach. Na przełomie pierwszego i drugiego półrocza 2026 r. staliśmy więc nadal przed bardzo istotnymi pytaniami o scenariusze rozwoju wydarzeń w globalnej gospodarce i na rynkach obligacji. Pora spojrzeć na główne punkty naszych przemysłów.

MAKROEKONOMIA W CINI KONFLIKTU NA BLISKIM WSCHODZIE

Kluczowym czynnikiem kształtującym scenariusze rynkowe pozostaje rozwój konfliktu na Bliskim Wschodzie. Przebieg wojny (pod koniec czerwca w zawieszeniu, zakłócanym jednak zbrojnymi incydentami) oraz potencjalne zakłócenia w przepływie surowców będą determinować kierunek inflacji oraz zmienność na rynkach długu. Z tego względu niepewność wokół scenariusza makroekonomicznego jest obecnie ponadprzeciętnie wysoka, a ryzyka – zróżnicowane i dość liczne.

POLSKA – INFLACJA POD KONTROLĄ, ALE WIĘKSZA WRAŻLIWOŚĆ NA SZOKI

Jeszcze na początku 2026 r. sytuacja inflacyjna była bardzo korzystna. Inflacja CPI w lutym 2026 r. wynosiła 2,1% i z dużym prawdopodobieństwem zeszłaby poniżej 2% w kolejnych miesiącach. Wybuch konfliktu na Bliskim Wschodzie i wzrost cen paliw zmieniły krótkoterminową narrację inflacyjną. Jednocześnie, działania osłonowe rządu ograniczyły przeniesienie presji kosztowej na inne kategorie – efekt drugiej rundy pozostaje ograniczony.

W scenariuszu bazowym zakładamy:

- wzrost PKB w 2026 roku w przedziale 3,0–3,5%,
- inflację na koniec roku w okolicach 3,5%.

Taki poziom inflacji jest zbyt wysoki, aby mówić o pełnej stabilizacji, ale jednocześnie zbyt niski, aby skłonić RPP do podwyżek stóp procentowych.

Nasz scenariusz bazowy dla polityki pieniężnej:

- stopy procentowe pozostaną bez zmian do końca 2026 r.,
- pierwsze, niewielkie obniżki możliwe dopiero w 2027 r.

Oczekujemy trwałego powrotu inflacji do dopuszczalnego przedziału odchylenia od celu NBP (2,5% +/- 1 p.p.) w II kwartale 2027 roku.



Czynniki wspierające stabilizację inflacji:

- umiarkowane tempo wzrostu wynagrodzeń,
- zapowiadana podwyżka płacy minimalnej i wynagrodzeń w sferze budżetowej w 2027 roku na poziomie ok. 3%,
- poziom wzrostu płac w gospodarce (5–6%) jest spójny z celem inflacyjnym NBP (2,5% +/- 1 p.p.).

W konsekwencji presja inflacyjna w usługach powinna pozostać pod kontrolą w 2027 roku, a ryzyko utrwalenia inflacji powyżej celu maleje.

RYZYKO FISKALNE – „SŁOŃ W POKOJU”.

Kluczowym ryzykiem dla Polski pozostaje sytuacja fiskalna. W 2025 roku Polska miała drugi najwyższy deficyt w UE, deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych (tzw. *general government*, GG) wyniósł 7,3% PKB. W 2026 roku istnieje duże ryzyko osiągnięcia najwyższego deficytu w UE, deficyt GG zbliży się do 7% PKB. Wysoki deficyt budzi obawy inwestorów oraz zwiększa wrażliwość kraju na czynniki zewnętrzne. Jednocześnie uważamy, że przy utrzymaniu solidnego wzrostu gospodarczego sytuacja fiskalna pozostaje „zarządzalna”. Kluczowe znaczenie ma relacja deficytu do dynamiki PKB. Doświadczenia z marca 2026 roku pokazują jednak, że polskie obligacje są bardziej podatne na epizody globalnego risk-off (spadku apetytu na podejmowanie ryzyka, preferowanie inwestycji o wyższych ratingach np. z rynków rozwiniętych), co przekłada się na relatywnie słabsze zachowanie na tle rynków bazowych.

STREFA EURO – BARDZIEJ JASTRZĘBI EBC I UMIARKOWANY WZROST

Europejski Bank Centralny zmienił nastawienie polityki pieniężnej. Na czerwcowym posiedzeniu podniósł stopy procentowe, w tym stopę depozytową z 2,00% do 2,25%. W przeciwieństwie do epizodu inflacyjnego z lat 2021–2022, EBC prowadzi obecnie bardziej proaktywną politykę, aby ograniczyć ryzyko rozlania się inflacji na inne kategorie (szczególnie inflację bazową).

Obecne podwyżki można interpretować jako tzw. „*insurance hikes*” (podwyżki zabezpieczające). To także działania mające na celu utrzymanie wiarygodności banku centralnego – taki sygnał dla rynków i konsumentów: „jesteśmy, czuujemy, pilnujemy, nie pozwolimy na wzrost inflacji”. W naszej ocenie ostatnia podwyżka mogła być przedwczesna, jednak wpisuje się w spójną strategię EBC, który chce uniknąć błędów z poprzedniego cyklu. Prawdopodobna jest jeszcze jedna podwyżka stóp proc. w 2026 r. (do 2,50%). Scenariusz ten zależy przede wszystkim od rozwoju sytuacji na rynku surowców i konfliktu na Bliskim Wschodzie. Jednocześnie dopuszczamy scenariusz, w którym EBC utrzyma stopy procentowe na obecnym poziomie do końca roku – w przypadku deeskalacji wojny na Bliskim Wschodzie. Scenariusze kolejnej podwyżki, jak i utrzymania stóp bez zmian, oceniamy jako równie prawdopodobne.

Wzrost gospodarczy w strefie euro pozostaje umiarkowany, obecnie na poziomie ok. 1%. Póki co nie widać wyraźnych

impulsów do silniejszego przyspieszenia. Niemiecki „stymulus” fiskalny (nazywany jeszcze roku temu – na razie niestety na wyrost – „*fiscal bazooka*” – co nawiązywało do efektywnej broni amerykańskiej z końca II wojny światowej) materializuje się wolniej, niż wcześniej oczekiwano.

W drugiej połowie 2026 roku, oczekujemy lekkiego przyspieszenia aktywności oraz poprawy sentymentu wraz ze stabilizacją warunków finansowych. Presja inflacyjna w gospodarce wewnętrznej pozostaje ograniczona. Dynamika wynagrodzeń jest niska i wynosi ok. 2,5%. Głównym źródłem inflacji są czynniki zewnętrzne, przede wszystkim ceny surowców energetycznych, na które Europa jako importer jest silnie eksponowana.

USA – ODPORNA GOSPODARKA I POWRÓT JASTRZĘBIEGO FEDU

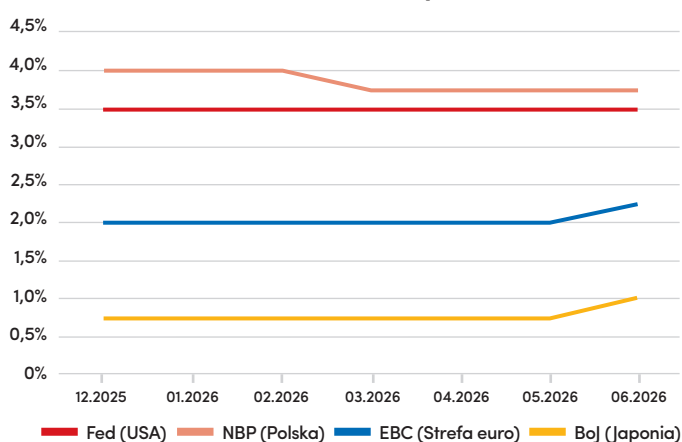
Patrząc na całościowy obraz amerykańskiej gospodarki nasuwa się jedna myśl: „potrzebne są podwyżki stóp procentowych”. Po przejściowej słabości pod koniec 2025 roku i na początku 2026 roku, rynek pracy w USA wyraźnie się ustabilizował, a gospodarka znajduje się w stanie umiarkowanie pozytywnym.

- Kluczowe elementy wspierające koniunkturę:
 - tworzenie nowych miejsc pracy na stabilnym poziomie,
 - niska stopa bezrobocia / wysoka aktywność zawodowa,
 - rekordowa liczba gospodarstw domowych, w których pracują oboje partnerzy – sygnał silnego rynku pracy i wysokiej odporności dochodowej.
- Dodatkowy impuls wzrostowy:
 - bardzo duże inwestycje w AI i infrastrukturę centrów danych,
 - rosnący popyt na dobra inwestycyjne ze strony sektora prywatnego.

Konsumpcja prywatna pozostaje stabilna, mimo mniej sprzyjającego otoczenia kosztowego. Inflacja jest wciąż uporczywa, mimo globalnego trendu spadkowego. Inflacja w tym roku wyniesie ok. 3,5% i według prognoz Fed nie zejdzie do celu również w 2027 roku. Prognoza na 2027 rok to 2,3% przy celu 2%. Jest to już szósty rok z rzędu, w którym Fed nie będzie w stanie sprowadzić inflacji do celu.

Główne źródła presji inflacyjnej to polityka handlowa – taryfy i wyższe ceny importu, które powodują wzrost cen dóbr, oraz wyższe ceny surowców, w tym paliw. Mimo wyższych kosztów gospodarka relatywnie dobrze absorbuje szoki cenowe. Nie obserwujemy gwałtownego pogorszenia aktywności.

Pod koniec maja 2026 roku nastąpiła zmiana na stanowisku prezesa FED. Nowym szefem został Kevin Warsh. Fed będzie za jego czasów bardziej skupiony na gospodarce USA i mniej chętny do wspomagania globalnej płynności w okresach stresu.

Wykres 3. Główne stopy procentowe banków centralnych

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, dane na koniec czerwca 2026 r.

Pierwsze sygnały z komunikacji Fed są bardziej jastrzębie, niż wcześniej oczekiwała większość rynku. Obawy o niezależność Fed powinny odejść w zapomnienie, gdyż w pierwszym miesiącu pracy prezes Warsh dał się poznać jako wysokiej klasy fachowiec. Projekcje członków FOMC wskazują, że dokładnie połowa z nich (9 z 18 członków komitetu) widzi potrzebę podwyżek stóp procentowych w tym roku. W naszej ocenie gospodarka USA funkcjonuje przy poziomie stóp, który może okazać się zbyt niski względem inflacji. W scenariuszu bazowym zakładamy jedną podwyżkę stóp procentowych w 2026 roku (wrzesień lub październik) oraz utrzymanie restrykcyjnego nastawienia Fed w krótkim terminie. Tematem pozostaje oczywiście ewentualna presja polityczna na obniżki stóp i determinacja Fed do walki z inflacją. Uważamy, że Fed będzie jednak realizował mandat zapewnienia stabilności cen.

CHINY – SŁABY POPYT WEWNĘTRZNY I UTRZYMUJĄCY SIĘ IMPULS DEZINFLACYJNY

W chińskiej gospodarce utrzymuje się wyraźna nierównowaga: słaby popyt wewnętrzny, (szczególnie konsumpcja prywatna) oraz relatywnie silna i stabilna produkcja przemysłowa.

Główne słabości po stronie popytowej:

- niska dynamika konsumpcji prywatnej,
- słabe inwestycje prywatne,
- wygasający cykl inwestycji publicznych (przed kolejną rundą stymulacji, prawdopodobnie w 2027 roku).

Państwo aktywnie wspiera sektor przemysłowy, co amortyzuje wzrosty kosztów surowców i ogranicza ich przełożenie na ceny dóbr finalnych. W efekcie, presja kosztowa nie przekłada się w pełni na ceny eksportowe. Chiny kontynuują swój model wzrostu, w którym brak popytu wewnętrznego zastępowany jest eksportem.

Struktura eksportu to rosnące znaczenie Azji (kraje regionu), istotna rola Europy jako odbiorcy dóbr (elektronika, samochody, dobra pośrednie), częściowe przekierowanie handlu w reakcji na wyższe cła USA.

W konsekwencji rola Chin jako czynnika obniżającego globalną presję inflacyjną pozostaje aktualna.

RYNKI WSCHODZĄCE – DUŻE ZRÓŻNICOWANIE I SELEKTYWNE OKAZJE

Rynki wschodzące są obecnie bardzo zróżnicowane, a ich perspektywy wydają się obecnie bardziej wymagające i silnie zależą od ekspozycji na surowce oraz struktury gospodarki. Można wyróżnić trzy główne grupy pod względem odporności na gwałtowny wzrost cen surowców:

- Importerzy surowców z Azji, najbardziej narażeni na wzrost cen ropy, gazu i metali. Konflikt na Bliskim Wschodzie znacząco pogarsza ich bilanse handlowe, zwiększa presję inflacyjną i ryzyka makroekonomiczne.
- Importerzy z Europy Środkowo-Wschodniej z bardziej zdyspersyfikowanymi łańcuchami dostaw i strukturą gospodarki. W efekcie lepiej absorbują szoki kosztowe.
- Eksporterzy surowców – główni beneficjenci wzrostu cen. Dotyczy to krajów Ameryki Łacińskiej (LatAm), RPA oraz części państw Wspólnoty Niepodległych Państw (CIS). Wyższe ceny surowców poprawiają warunki handlowe, wspierają waluty i dochody fiskalne oraz sprzyjają lepszym warunkom dla aktywów finansowych.

Zakładamy, że ceny surowców pozostaną podwyższone, nawet jeśli w przypadku ropy możliwa jest częściowa korekta, to w przypadku metali i gazu powrót do poziomów sprzed pół roku wydaje się mało prawdopodobny w 2026 roku.

W zakresie struktury gospodarki najważniejsze dwa aspekty to bilans obrotów bieżących i poziom zadłużenia w walutach obcych, szczególnie w USD w zakresie potencjalnych zmian polityki Fed. Gospodarki krajów azjatyckich od lat są nastawione na eksport, mniej odczuwają brak dolarów, zadłużenie jest także dość umiarkowane, choć zróżnicowane. Europa Środkowo-Wschodnia, to niestety region z najgorszymi bilansami płatniczymi i średnimi, ale rosnącymi poziomami zadłużenia. LatAm, Afryka i CIS – to tak zróżnicowane regiony, że trudno wyciągnąć jakieś szczególne regionalne wnioski. Ogólne nasze nastawienie do krajów rozwijających się (emerging markets) jest neutralne i wyłącznie selektywne. Nie jest to środowisko dla szerokiej ekspozycji pasywnej.

Widzimy pojawiające się lokalne tematy inwestycyjne, które stają się coraz bardziej interesujące. Wszystkie z nich to jednak indywidualne przypadki, w których albo rozpoczęły się już jakiś czas temu zmiany strategiczne w gospodarce (RPA), albo zaszły zmiany polityczne, które z dużym prawdopodobieństwem pociągną za sobą zmiany strategiczne (Węgry, Kolumbia), albo splot polityki i gospodarki oraz stóp procentowych jest mocno obiecujący (Czechy, Brazylia).



Strategia rynkowa

Reżim dodatnich realnych stóp procentowych globalnie sprzyja długoterminowej alokacji w obligacje. Część banków centralnych podniosła stopy procentowe (EBC, CNB), prawdopodobnie stopy podniesie również Fed. Nie będzie to cykl a raczej dostosowanie – w odpowiedzi na szok podaży. Decydującym czynnikiem będzie tempo i skala absorpcji szoku podaży wynikającego z wojny, konsekwencje jednak mogą potrwać i ujawnić się w późniejszym okresie. Ryzykiem jest też Fed. Jeżeli faktycznie będą miały miejsce trzy podwyżki stóp (czego spodziewały się niektóre banki), to zmieni to prognozy dotyczące stóp na rynkach rozwijających się, w tym w Polsce.

Strategie dłużne długoterminowe:

- wysokie realne rentowności sprzyjają utrzymywaniu alokacji,
- jest ograniczony potencjał do spadku rynkowych stóp procentowych,
- ryzyka fiskalne,
- będzie zmienność,
- nastawienie neutralne.

Strategie dłużne krótkoterminowe:

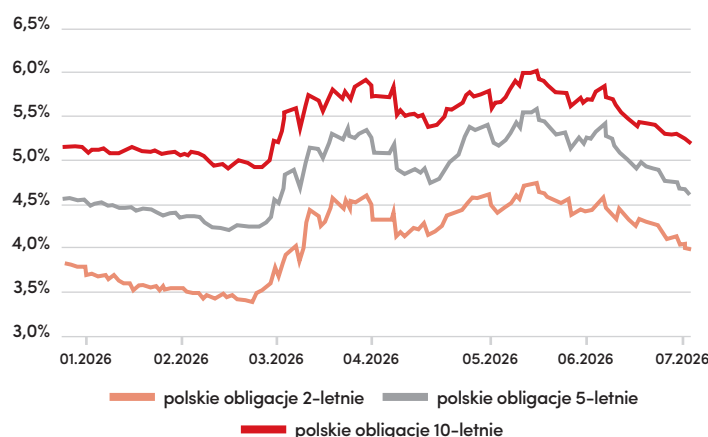
- w naszej opinii – mogą być lepsze od inflacji i depozytu bankowego,
- obligacje korporacyjne w Polsce – za sprawą wysokich wycen – pozostają raczej mało atrakcyjne, ale i tu trzeba być selektywnym,
- brak większej aktywności na rynku obligacji samorządowych.

PODSUMOWANIE

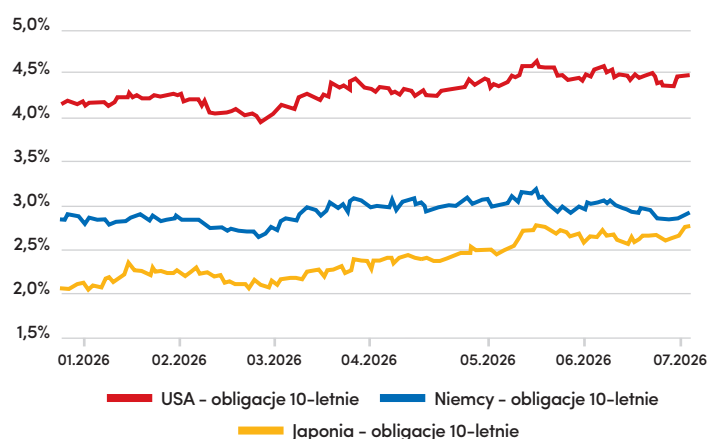
Kilka miesięcy wojny na Bliskim Wschodzie, skokowe wzrosty cen energii, wzrost oczekiwań inflacyjnych oraz rozpoczęta już materializacja obaw o podwyżki stóp procentowych. Wszystko to sprawiło, że wiosna 2026 była bardzo trudna dla obligacji rządowych. Ceny spadały, rentowności rosły a to z kolei nakręcało obawy o koszty finansowania rozdętych deficytów i obsługi puchnących długów publicznych. Ogłoszenie porozumienia USA – Iran było więc olbrzymią ulgą dla tej klasy aktywów. Co jednak nie rozwiązuje zasadniczych problemów wynikających z mocno niezrównoważonych budżetów szeregu państw. Tempo wzrostu gospodarczego jest w ich przypadku często zdecydowanie zbyt wolne, by państwa te mogły „wyrastać” z zadłużenia, tzn. żeby wzrost przychodów budżetowych przy wzroście gospodarczym rekompensował te wcześniejsze, zbyt wysokie wydatki i zbyt małe przychody. Problem ten dotyczy nie tylko słabego wzrostu w strefie euro, ale i solidnie rosnącego PKB Polski, której finanse publiczne stają się powodem coraz większego niepokoju.

Nasze obligacje ciężko odchorowały wojnę irańską, ale – z perspektywy czasu – możliwe, że okres ten był także okazją do zakupów przecenionych papierów. Poprawa nastrojów na świecie i zaskakująco niski wzrost inflacji pomogły odrobić sporą część strat z trudnej wiosny. Nadal jednak rentowności pozostawały na poziomach wyraźnie wyższych od tych sprzed wybuchu wojny. Na razie oddalone zostało ryzyko podwyżki stóp procentowych, poważnie rozważane jeszcze kilka tygodni wcześniej. Jeśli ceny energii pozostaną stabilne a w Polsce nie doświadczymy nagłych wydarzeń pogodowych (co mogłoby podnieść ceny produktów rolnych), to drugie półrocze może być lepsze zarówno dla strategii dłużnych krótkoterminowych, jak i długoterminowych. Rentowność – zarówno nominalna, jak i realna (tj. uwzględniająca dostępne obecnie prognozy inflacji na kolejne kwartały) wciąż jest na tyle wysoka, że inwestorzy mogą myśleć o „zarabianiu na kupnie”.

Wykres 4. Rentowności polskich obligacji skarbowych



Wykres 5. Rentowności obligacji skarbowych USA / Niemcy / Japonia



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, dane na dzień 03.07.2026 r.

Globalne obligacje korporacyjne o ratingu inwestycyjnym i spekulacyjnym



Karol Ciuk, CAIA, CFA

Dyrektor Zespołu
Zarządzania Strategiami Globalnymi,
Zarządzający portfelem

- Naszym zdaniem druga połowa 2026 r. może być dobrym okresem do inwestowania na globalnym rynku obligacji korporacyjnych.
- Wysokie rentowności pozostają głównym argumentem za utrzymywaniem ekspozycji na tę klasę aktywów. Niemniej jednak w obecnym, zmiennym otoczeniu makroekonomicznym szczególnego znaczenia nabiera selekcja emitentów, sektorów oraz terminów zapadalności.
- Nadal preferujemy aktywne podejście inwestycyjne, utrzymywanie alokacji oraz wykorzystywanie ewentualnych okresów podwyższonej zmienności do zwiększania zaangażowania po bardziej atrakcyjnych wycenach.

Pierwsze półrocze 2026 roku przyniosło inwestorom dodatnie stopy zwrotu na większości segmentów globalnego rynku obligacji korporacyjnych. Zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w Europie, głównym źródłem zysków pozostawał wysoki poziom rentowności obligacji, podczas gdy potencjał dalszego wzrostu cen wynikający z zawężania tzw. spreadów kredytowych był ograniczony (spread kredytowy to w uproszczeniu premia jaką oferują inwestorom papiery firm w stosunku do obligacji rządowych). Pomimo utrzymującej się zmienności na rynkach, kondycja ekonomiczna przedsiębiorstw pozostawała relatywnie silna, a wskaźniki niewypłacalności utrzymują się na historycznie niskich poziomach.

Amerykańskie obligacje korporacyjne o ratingu inwestycyjnym (investment grade, czyli wysokie oceny wiarygodności kredytowej) wypracowały od początku 2026 roku do 22.06.2026 roku stopę zwrotu blisko 1,0%. Jednocześnie spready kredytowe – po wyraźnym wzroście pod koniec marca – były bardzo niskie i wynosiły około 74 punktów bazowych. Oznacza to poziomy zbliżone do najniższych obserwowanych w ostatnich dekadach. W segmencie tzw. high yield (obligacji wyższego ryzyka i wyższego dochodu) sytuacja wyglądała podobnie.

Indeks amerykańskich obligacji wysokodochodowych wzrósł od początku roku nieco więcej, bo o około 1,8%, ale spread kredytowy zawężał się do około 261 punktów bazowych i pozostaje blisko minimów z 2025 roku. W Europie wyniki również pozostawały dodatnie. Szeroki indeks obligacji investment grade zyskał około 0,8%, natomiast segment high yield około 1,6%. Europejskie spready kredytowe były dość zbliżone do amerykańskich i również pozostawały wyraźnie poniżej swoich wieloletnich średnich.

RYNEK ZAKŁADA KORZYSTNY SCENARIUSZ MAKROEKONOMICZNY

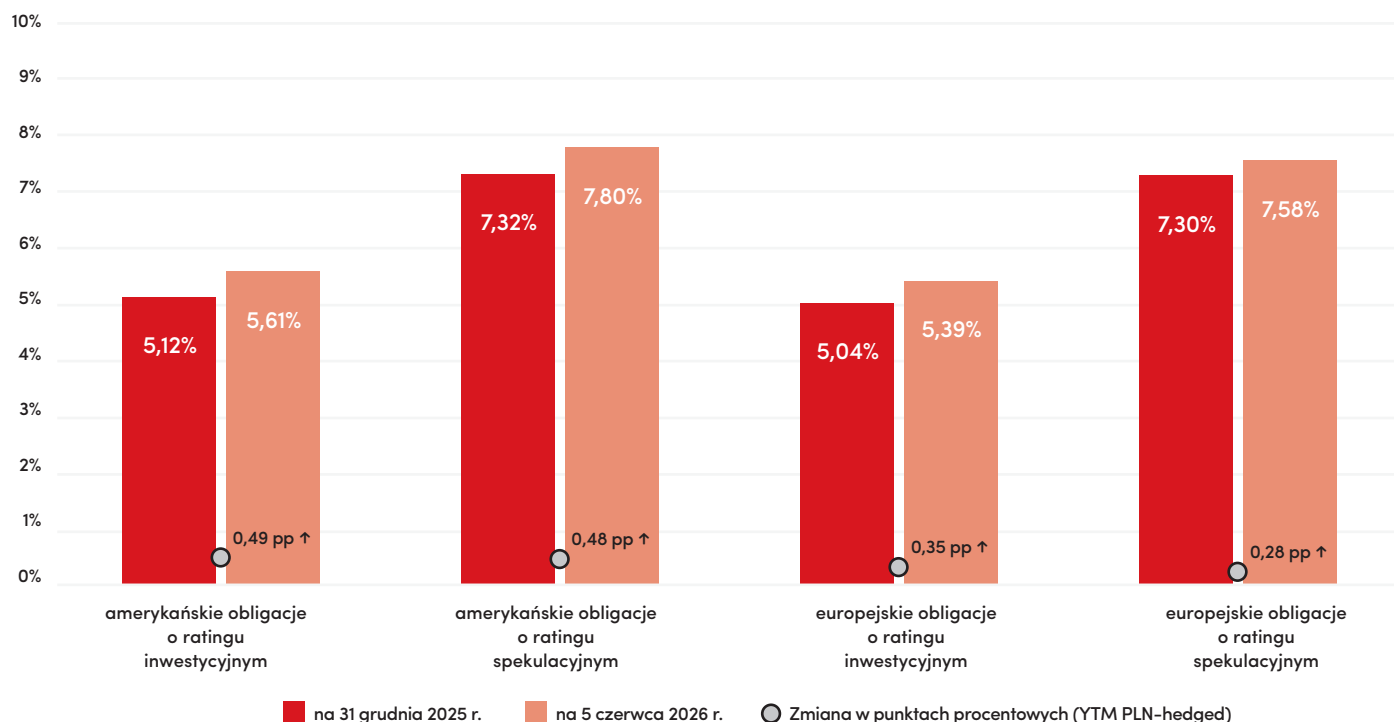
Obecne poziomy spreadów wskazują, że rynek – w dużej mierze – zakłada utrzymanie korzystnego scenariusza makroekonomicznego, co przełoży się także na sytuację przedsiębiorstw. Jednocześnie inwestorzy otrzymują dziś relatywnie niewielką premię za ryzyko kredytowe w stosunku do całkowitej rentowności obligacji, która z historycznego punktu widzenia jest wysoka. Szczególnie widoczne jest to na rynku amerykańskim, gdzie udział spreadu kredytowego w całkowitej rentowności obligacji investment grade należy do najniższych od wielu lat.

Z jednej strony oznacza to, że potencjalne pogorszenie perspektyw gospodarczych lub wzrost awersji do ryzyka mogłyby prowadzić do szybszego wzrostu spreadów niż w poprzednich kwartałach. Z drugiej, że większy wpływ na końcowe wyniki będzie miało zachowanie amerykańskich i europejskich obligacji skarbowych, które stanowią „bazę” wyceny długu korporacyjnego.

SOLIDNE FUNDAMENTY EMITENTÓW OBLIGACJI KORPORACYJNYCH – PRZEDSIĘBIORSTW

Fundamenty przedsiębiorstw pozostają jednak solidne. W Stanach Zjednoczonych marże zysków przedsiębiorstw utrzymują się blisko rekordowych poziomów, a wskaźniki zadłużenia są pod kontrolą. Dodatkowo, patrząc na zagregowane dane, liczba podwyżek ocen wiarygodności kredytowej przedsiębiorstw jest wyższa od liczby obniżek. W segmencie high yield wskaźnik niewypłacalności wynosi obecnie około 2%. To mniej niż wynosi historyczna średnia. Prognozy wskazują,

Wykres 6. Rentowność wybranych indeksów obligacji korporacyjnych



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, dane na dzień 05.06.2026 r.

że pozostanie na relatywnie niskim poziomie w kolejnych kwartałach. Również w Europie obserwujemy przewagę podwyżek ratingów nad obniżkami, a sytuacja bilansowa emitentów pozostaje stabilna, pomimo słabszego wzrostu gospodarczego w ostatnich latach. Obserwujemy także dość wyraźną i pozytywną dynamikę zysków spółek, co – samo w sobie – jest wsparciem także dla oceny wiarygodności kredytowej.

NOWE EMISJE OBLIGACJI KORPORACYJNYCH ISTOTNE DLA SYTUACJI NA RYNKU

W drugiej połowie 2026 r. istotnym czynnikiem dla rynku będzie także podaż nowych emisji. Zarówno w USA, jak i w Europie obserwujemy rekordową aktywność emitentów. W Stanach Zjednoczonych miesięczna podaż obligacji investment grade może utrzymywać się w pobliżu 130 mld dolarów i, podobnie jak w Europie, całoroczna wartość emisji może osiągnąć rekordowe poziomy. Mimo wysokiej podaży, widać także dużą aktywność popytu ze strony firm ubezpieczeniowych i funduszy emerytalnych, co stanowi naturalny bufor dla wycen. Te bowiem, w warunkach wyższej podaży i bez wsparcia popytu, mogły znaleźć się pod presją. Tak się jednak nie stało, bo – w związku z wysokimi rentownościami – zainteresowanie nowymi emisjami obligacji pozostaje bardzo wysokie. Jednocześnie, przy obecnych wycenach, może to ograniczać potencjał dalszego zawężania spreadów kredytowych.

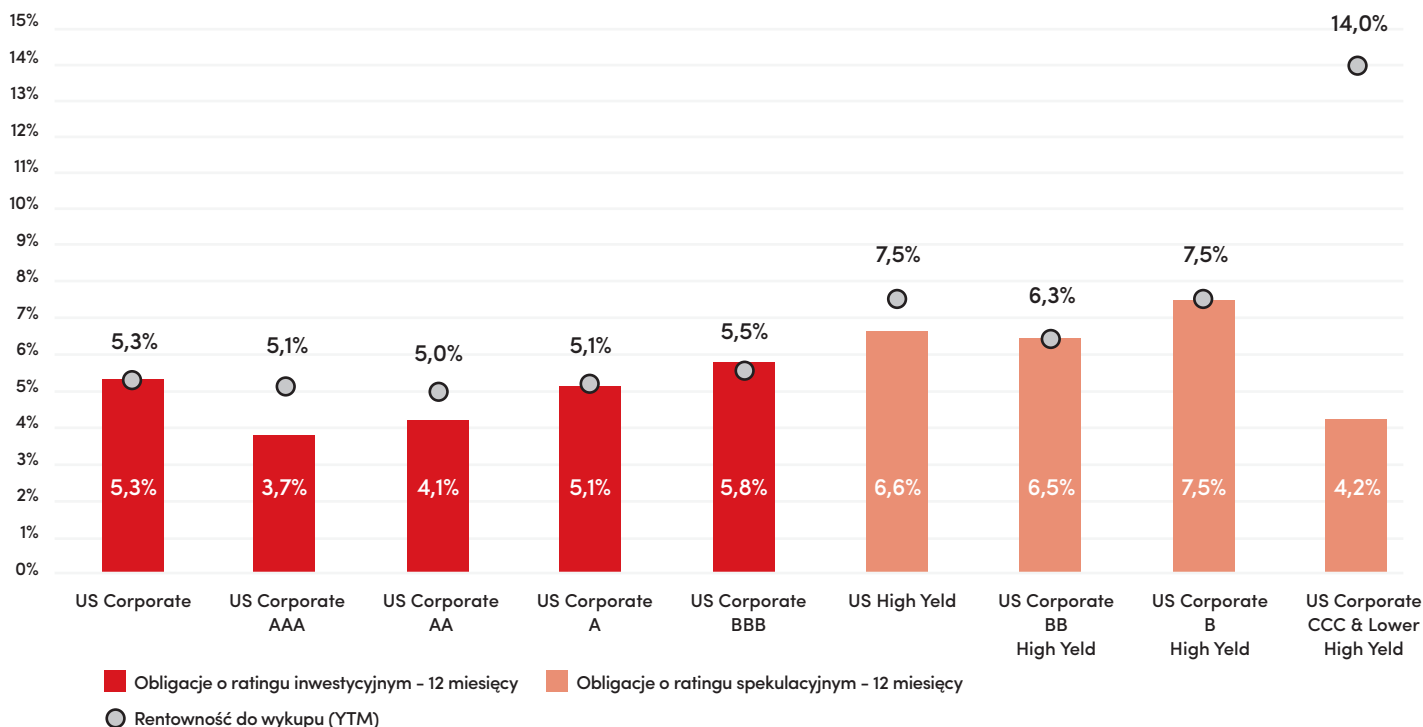
NASZYM ZDANIEM PERSPEKTYWY NADAL SĄ POZYTYWNE

W naszej opinii perspektywy dla globalnego rynku obligacji korporacyjnych pozostają pozytywne. W kolejnych kwartałach głównym źródłem stóp zwrotu będzie dochód odsetkowy, a nie wzrost cen obligacji wynikający z poprawy wycen (np. spadku spreadów). Oznacza to, że inwestorzy nadal mogą liczyć na dodatnie wyniki. Dotyczy to zarówno segmentu investment grade, jak i high yield. Warto odnotować, że rentowności głównych indeksów poprawiły się względem końcówki ubiegłego roku (wykres 6), co w naszej ocenie stanowi wsparcie dla wyników portfela.

RENTOWNOŚĆ WYBRANYCH INDEKSÓW OBLIGACJI KORPORACYJNYCH

W przypadku amerykańskich obligacji investment grade spodziewamy się raczej umiarkowanego wzrostu spreadów kredytowych niż ich dalszego zawężenia. Wynika to głównie z wyceny, dużej podaży nowych emisji oraz utrzymującej się niepewności dotyczącej inflacji i polityki fiskalnej. Jednocześnie rentowności przekraczające 5% stanowią bufor i wsparcie dla wyników portfela. Segment high yield pozostaje, według nas, atrakcyjny z punktu widzenia dochodu (ponad 7,5%). Choć same wyceny pozostawiają mniejszy margines w warunkach zmienności, w naszej ocenie, to wciąż atrakcyjna grupa, ale jednocześnie wymagająca większej selekcji

Wykres 7. Wyniki wybranych indeksów obligacji korporacyjnych za 12-miesięcy i rentowność do wykupu



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, dane na dzień 20.06.2026 r.

– w szczególności w segmencie o najwyższym ryzyku kredytowym gdzie rentowności są bardzo wysokie (wykres 7), ale idzie to w parze właśnie z wyższym ryzykiem. Dlatego preferujemy bardziej selektywne podejście, koncentrując się na emitentach o stabilnych fundamentach i niższym ryzyku refinansowania zadłużenia.

W Europie perspektywy są zbliżone. Rynek wspierany jest przez wysokie rentowności, relatywnie niskie wskaźniki niewypłacalności oraz napływ kapitału zagranicznego. Jednocześnie rekordowa podaż nowych emisji może ograniczać potencjał do dalszego zawężania spreadów kredytowych. W segmencie investment grade preferujemy obligacje o średnich terminach zapadalności, które oferują korzystną relację pomiędzy rentownością a ryzykiem stopy procentowej. W przypadku obligacji high yield nadal atrakcyjny pozostaje poziom dochodu, co wspiera wyniki szerokiego rynku, choć spodziewamy się większego zróżnicowania wyników pomiędzy poszczególnymi sektorami i emitentami.

Podsumowując, druga połowa 2026 roku może być dobrym okresem na inwestowanie w globalne obligacje korporacyjne. Wysokie rentowności pozostają głównym argumentem za utrzymywaniem ekspozycji na tę klasę aktywów. Jednak w obecnym, zmiennym otoczeniu makroekonomicznym, szczególnie ważna jest selekcja emitentów, sektorów i terminów zapadalności. Nadal preferujemy aktywne podejście inwestycyjne, utrzymywanie alokacji oraz wykorzystywanie ewentualnych okresów podwyższonej zmienności do zwiększania zaangażowania po bardziej atrakcyjnych wycenach.

Zagraniczne rynki akcji



Piotr Stopiński, CFA

Dyrektor Zespołu Zarządzania
Akcjami Rynków Zagranicznych



Filip Lubka, CFA

Zarządzający portfelem,
Zespół Zarządzania
Akcjami Rynków Zagranicznych

- W naszym scenariuszu bazowym zakładamy ożywienie gospodarcze oraz dużą aktywność na globalnych rynkach akcji.
- W drugiej połowie 2026 r. za zasadne uważamy łączenie strategii tematycznych – takich jak strategię megatrendowe, dywidendowe oraz uwzględniające czynniki ekologii.
- Dla osób, które dotychczas nie inwestowały w akcje, ale akceptują ryzyko zmienności rynków akcyjnych, strategię dywidendowe mogą stanowić jedną z możliwych form ekspozycji na tę klasę aktywów.

Druga połowa 2026 roku może przynieść sporo emocji na rynkach akcji. Tymczasem inwestorzy mają w pamięci kontynuację wzrostu kursów i indeksów w drugim kwartale 2026 r., ale też bardzo silne wzrosty w grupie spółek należących do „dostawców infrastruktury AI”. Wielkim wydarzeniem stały się rekordowe oferty publiczne (mega IPO). Kolejne miesiące mogą przynieść jeszcze kilka spektakularnych debiutów giełdowych, a także duże transakcje M&A (od ang. *mergers and acquisitions* – fuzje i przejęcia). Takie transakcje często pojawiają się, gdy sytuacja na rynkach kapitałowych jest dobra. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy ożywienie gospodarcze oraz większą aktywność na globalnych rynkach akcji niż w ostatnich kilku latach.

W analizowanym przez nas horyzoncie tego wydania Perspektyw identyfikujemy trzy różne scenariusze dla rynków akcji światowych:

- scenariusz bazowy – postępujące ożywienie gospodarcze,
- scenariusz optymistyczny – boom AI rozlewa się na inne sektory gospodarki,
- scenariusz negatywny – zawirowania geopolityczne kładą cień na wzrost gospodarczy.

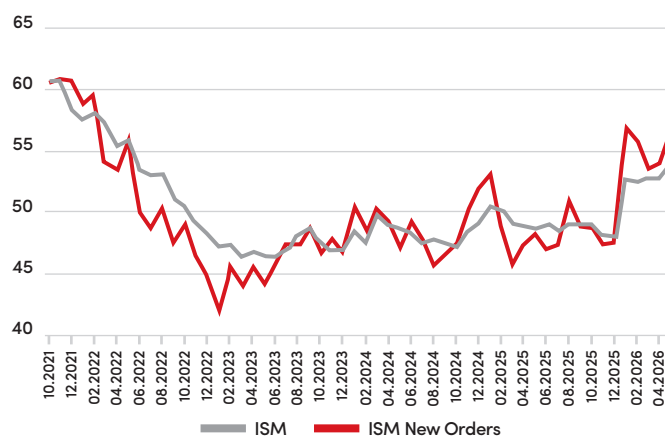
SCENARIUSZ BAZOWY

W scenariuszu bazowym zakładamy, że postępujące ożywienie gospodarcze to podstawa dobrej koniunktury na rynkach akcyjnych. Przy cenach ropy naftowej rzędu 70–100 USD za baryłkę, globalna gospodarka radzi sobie z wyższymi cenami surowców znacznie lepiej niż w poprzednich cyklach. To zasługa nowej pozycji USA jako wiodącego producenta ropy i skroplonego gazu ziemnego LNG oraz spadku energochłonności krajów rozwiniętych, których wzrost coraz bardziej opiera się na usługach i technologiach. Obecnie obserwujemy wskaźniki koniunktury gospodarczej w fazie ekspansji z pozytywnie zaznaczającymi się trendami nowych

zamówień (wykres 8). Daje to możliwość rozwinięcia żagli przez firmy z tzw. szerokiego rynku. Na uwadze trzeba jednak mieć już mniej korzystny wpływ wzrastających rentowności, co utrudnia firmom refinansowanie kredytów oraz podwyższa próg rentowności dla nowych inwestycji. Jednak w scenariuszu bazowym zakładamy systematyczną poprawę otoczenia gospodarczego w USA, przy stabilnej sytuacji w Europie.

Istotnym elementem wspierającym ten scenariusz jest ożywiona polityka inwestycyjna firm, a w szczególności „udomowienie” rozwiązań związanych ze sztuczną inteligencją. Połączenie umiarkowanych wycen w sektorach poza technologią, w parze z przyspieszającą dynamiką zysków, tworzy bardzo atrakcyjne środowisko inwestycyjne. Nie oznacza to jednak rezygnacji z sektora technologicznego, który nadal pozostaje silnym motorem wzrostu, ale wysokie wyceny rynkowe zmuszają do większej selekcji.

Wykres 8. US ISM Manufacturing oraz US ISM New Orders



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, dane na dzień 20.06.2026 r.

W tym scenariuszu szczególną rolę należy przypisać brakowi negatywnych wydarzeń w Europie. Na Starym Kontynencie, mimo trwającego cyklicznego ożywienia na świecie, fundamenty gospodarki, pomimo oznak delikatnej poprawy, pozostają kruche. A to ze względu na wyzwania strukturalne, które, jak się obawiamy, pozostaną niezmiennie w średnim horyzoncie. Europa ma wiele problemów wynikających z usiłowania zachowania zdobyczy socjalnych sprzed dziesiątek lat przy zbyt wolnym rozwoju gospodarczym, krępowanym biurokracją i narzucanymi samym sobie ograniczeniami (np. wyśrubowanymi celami klimatycznymi). Sytuacja ta zmusza nas – zarządzających aktywami – do głębokiej analizy i selekcji spółek z naszego kontynentu. Druga strona Oceanu daje o wiele większe pole manewru i większe możliwości „brania ryzyka” (tu: kupowanie akcji).

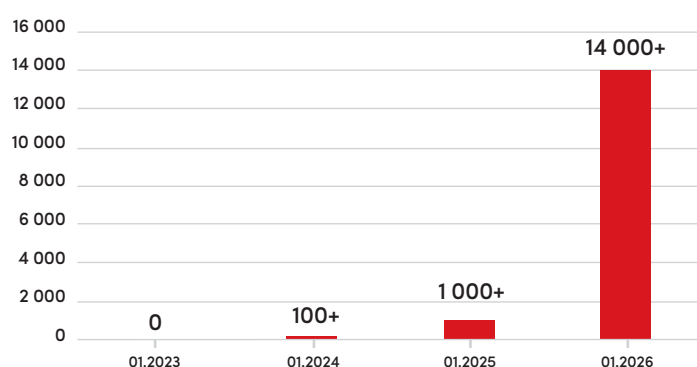
SCENARIUSZ OPTYMISTYCZNY

W scenariuszu optymistycznym zakładamy, że boom AI rozlewa się na inne sektory gospodarki a efektem jest wzrastająca produktywność pracowników i przedsiębiorstw. Uważamy, że w takim scenariuszu faza eksperymentowania z możliwościami zwiększenia efektywności – dzięki narzędziom sztucznej inteligencji – może przerodzić się niejako w wyścig. Czyli w zawody o to, kto będzie najlepiej wykorzystywał te technologie i osiągnie dzięki tym wdrożeniom najwyższe wzrosty marży operacyjnej. Podstawą takiego scenariusza są zwiększające się inwestycje w cyfryzację, automatyzację oraz sztuczną inteligencję. To ich efekty zaczynają widocznie podbijać wskaźniki produktywności, co pozwala gospodarce rosnąć powyżej potencjału, bez generowania presji inflacyjnej.

W konsekwencji, rewolucja AI w coraz większym stopniu pozytywnie wpływa na beneficjentów drugiego i trzeciego rzędu, czyli sektor ochrony zdrowia (np. przyspieszenie opracowywania nowych leków), finanse (np. automatyzacja operacji) oraz przemysł (robotyzacja i optymalizacja łańcuchów dostaw). Spójrzmy na skokowy wzrost przychodów jednej z najbardziej znanych obecnie firm – Anthropic, która stworzyła chat o nazwie Claude (wykres 9). Jej przykład może świadczyć o coraz szerszym i szybszym „używaniu” AI. Firmy spoza sektora technologicznego zaczynają raportować pierwsze realne oszczędności kosztowe wynikające z AI, przy zauważalnie rosnących dochodach.

W tym scenariuszu, być może pół roku to za mało na spełnienie wszystkich oczekiwań. Natomiast już sam fakt przyspieszania nie tylko w integracji (wdrożeń), ale i faktycznego „komercyjnego” wykorzystania narzędzi AI może wydatnie polepszyć sytuację firm i branż. Rynek impulsywnie reagowałby na spodziewane korzyści – te oczekiwane w przy-

Wykres 9. Skokowy wzrost przychodów firmy Anthropic (w mln USD)



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, dane na dzień 20.06.2026 r.

szłych kwartałach, nie czekając na ich materializację, co zadziałyby się w kolejnych raportach.

Ponownie uważamy, że także w takim otoczeniu to firmy amerykańskie będą w dużo lepszym położeniu niż firmy europejskie. Wynika to przede wszystkim z większej elastyczności i szybkości podejmowania decyzji przez firmy w USA.

SCENARIUSZ NEGATYWNY

W scenariuszu negatywnym przyjmujemy, że zawirowania geopolityczne kładą cień na wzrost gospodarczy. To, co mogło wydawać się już historią z pierwszego, a szczególnie drugiego kwartału tego roku, pozostawia trwałe ślady w łańcuchach dostaw towarów. I zmienia plany firm na bardziej konserwatywne. W takim scenariuszu powrót do wyższych odczytów inflacji jest jednym z głównych hamulców rozwoju. Dlatego też dobre dane w gospodarce z pierwszej połowy 2026 roku mogły tylko maskować prawdziwy stan gospodarek. A biznes mógł wykorzystać ten czas na zwiększenie swoich zapasów i zrealizowanie zamówień, przed dotkliwym skutkiem polityki celnej oraz wyższymi kosztami transportu, które wynikają ze wzrostu cen ropy naftowej.

W tym scenariuszu zakładamy dalsze komplikacje sytuacji geopolitycznej. Eskalacja wojny na Bliskim Wschodzie przegradza się z szoku cenowego w szok podaży, czyli brak fizycznej dostępności surowców. Cena ropy naftowej Brent przebija barierę 130 USD za baryłkę z ostatniego skoku w marcu 2026 r., co przekłada się negatywnie na światową gospodarkę. Za ropą naftową podążają ceny innych surowców, rosnące także przez zwyżkujące ceny transportu morskiego.

Utrzymujące się wysokie ceny surowców ostatecznie przełamują barierę odporności gospodarki. Koszty energii bezpośrednio uderzają w marże przedsiębiorstw, co całkowicie

zatrzymuje oczekiwane przyspieszenie dynamiki zysków firm poza sektorem technologicznym. Banki centralne stoją przed dylematem stagflacyjnym – braku wzrostu gospodarczego przy utrzymującej się relatywnie wysokiej inflacji. Są zmuszone trzymać stopy na restrykcyjnym poziomie albo dokonać podwyżek, co negatywnie wpływa na wysokie wyceny rynków akcji w porównaniu do końca pierwszej połowy roku (tabela 1) oraz pogarsza nastroje rynkowe.

W tak pesymistycznym scenariuszu trzeba też założyć brak zachwyty nad możliwościami sztucznej inteligencji. Firmy zmuszone do działań naprawczych i ratujących dochodowość odkładają realizowanie założeń wdrożeniowych i obiecanych korzyści z AI na przyszłość. Z kolei u tych, którzy byli na dalszym etapie integracji AI, brakuje twardych dowodów na szeroką monetyzację AI (tj. zarabianie na opracowanych narzędziach), może poza wąską grupą dostawców sprzętu, którzy najbardziej skorzystali do tej pory z „boomu”. W kolejnym kroku, rosnące koszty infrastruktury informatycznej, energii oraz bezprecedensowe zużycie tokenów (czyli miary ilości przetwarzanych danych) nie przynoszą w zamian oczekiwanego, proporcjonalnego skoku produktywności i przychodów. Prowadzi to do gwałtownej rewizji prognoz zysków, co wywołuje głęboką korektę wycen indeksów akcyjnych.

**Tabela 1. Wyceny indeksów regionalnych
względem szerokiego globalnego rynku akcji**

Indeksy	P/E 2026	P/E 5-letnia średnia	P/E 10-letnia średnia
MSCI World	20,4	18,1	17,5
S&P Index	22,1	20,0	19,1
Nasdaq Index	27,1	24,6	23,0
Euro Stoxx 50 Index	16,5	13,7	14,1

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, dane na dzień 20.06.2026 r.

PODSUMOWANIE

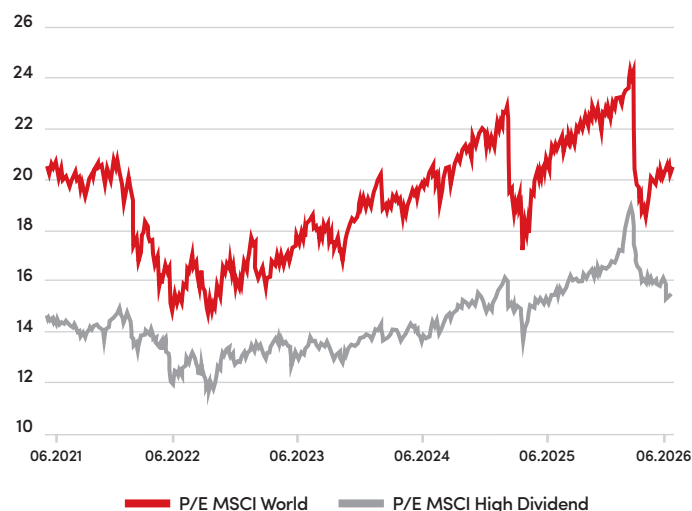
Wariantów rozwoju sytuacji na giełdach jest zapewne nieskończenie wiele. Przedstawione przez nas trzy scenariusze oczywiście nie wyczerpują tej listy „n” opcji na przyszłość, nawet tak bliską, jak kolejne miesiące czy parę kwartałów. Pod koniec czerwca 2026 roku zapewne najbliższej nam do scenariusza, który określiliśmy mianem bazowego. Oczywiście, zarówno my, jak i Państwo – nasi inwestorzy, musimy być świadomi gwałtowności i – naprawdę serio – nieprzewidywalności naszych czasów. Nasza filozofia inwestowania nie polega jednak na próbie „odgadywania” bardzo konkretnych ścieżek rozwoju sytuacji. Fundament naszych strategii jest

znacznie prostszy i – naszym zdaniem – po prostu uczciwy. Gdy inwestujemy Państwa pieniądze, szukamy atrakcyjnych inwestycji – przez szczegółową ocenę sektorów, trendów i interesujących firm. Stawiamy na globalne rynki akcji oraz na nowoczesne niebenchmarkowe podejście. To podejście, w którym każdy składnik portfela, czyli akcje konkretnych spółek, wynikają z przemyślanej analizy i strategii inwestycyjnej. Nie są to biernie „odtwarzane” wybory dokonywane – czasem automatycznie – przez dostawcę indeksu. Mówiąc delikatnie, ten bowiem niekoniecznie, z taką zaciętością jak my, analizuje np. ryzyko konkretnej firmy czy ocenia horyzont inwestycyjny realizowanej przez tę spółkę strategii.

Biorąc to wszystko pod uwagę, w drugiej połowie 2026 roku za zasadne uważamy łączenie strategii tematycznych, czyli strategii megatrendowych, dywidendowych oraz uwzględniających czynniki ekologiczne. To może pomóc inwestorom zbudować portfel akcyjny, oferujący zdywersyfikowanie ryzyk rynków globalnych akcji. To takie zróżnicowanie portfela akcyjnego, które pozwoli zmniejszyć ryzyka, które wynikałyby albo ze stawiania wszystkiego na jedną kartę – np. konkretny sektor albo na szeroki rynek, bez selekcji tego co naszym zdaniem bardziej wartościowe w wielkim oceanie globalnego rynku akcji – zróżnicowanego, ale i bardzo nierównego. Dla osób, które dotychczas nie inwestowały w akcje, ale akceptują ryzyko zmienności rynków akcyjnych, strategię dywidendową mogą stanowić jedną z możliwych form ekspozycji na tę klasę aktywów.

Wycena jednego z szerokich indeksów dywidendowych w porównaniu do jednego z głównych indeksów globalnych pokazuje bowiem nadal znaczące dyskonto (mówiąc wprost – wskaźnikowo – jest niższa), co może zachęcać do inwestycyjnej refleksji (wykres 10).

**Wykres 10. Wycena indeksu dywidendowego
na tle indeksu szerokiego rynku – oczekiwane P/E**



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, dane na dzień 20.06.2026 r.

Krajowy rynek akcji



Piotr Grzeleński

Dyrektor Zespołu Zarządzania
Akcjami Rynku Krajowego



Piotr Sałata, CFA

Zarządzający portfelem,
Zespół Zarządzania Akcjami Rynku Krajowego

- Mimo nowych szoków geopolitycznych i olbrzymich napięć na rynkach surowców – pierwsze półrocze 2026 roku – bardzo udane dla polskich akcji.
- Naszym bazowym scenariuszem na drugie półrocze, ważnym także dla naszego rynku akcji, pozostaje stopniowy powrót do swobodnej żeglugi w Cieśninie Ormuz oraz względna stabilizacja na rynku surowców energetycznych.
- Bliski Wschód, mimo okresowej stabilizacji, może jednak pozostać kluczowym źródłem ryzyka dla światowych rynków.
- Dla globalnych rynków akcji, przejście z luzowania polityki monetarnej do jej łagodnego zacieśniania może być umiarkowanie negatywną informacją, ale mocne „ubankowienie” polskich indeksów, oddalenie perspektywy łagodzenia polityki monetarnej w Polsce, przy zachowaniu stosunkowo dobrych perspektyw makroekonomicznych, jest całkiem pozytywne dla fundamentów rynku akcji nad Wisłą.
- W scenariuszu bazowym jesteśmy neutralnie nastawieni do krajowego rynku akcji w drugim półroczu. Jednocześnie po raz pierwszy od kilku lat zauważamy pewne ryzyka, których nie można ignorować.
- Brak istotnego dyskonta w wycenie względem rynków wschodzących ogranicza potencjał stóp zwrotu na polskim parkiecie.

GEOPOLITYKA PONOWNIE ROZDAJE KARTY

Drugie półrocze 2026 roku rozpoczynamy w atmosferze podwyższonej niepewności geopolitycznej. Wpływ tych wydarzeń na gospodarkę i rynki finansowe okazał się bardziej złożony, niż zakładano jeszcze kilka miesięcy temu. Wojna w Iranie, w opinii rynków finansowych, początkowo miała trwać bardzo krótko, a ostatecznie przeobraziła się w niekończącą epopeję obietnic rychłego otwarcia Cieśniny Ormuz. Z drugiej strony, jako pozytyw należy ocenić, że pomimo długotrwałych zakłóceń żeglugi w cieśninie, ceny surowców energetycznych, choć wzrosły wyraźnie, to jednak nie osiągnęły poziomów obserwowanych podczas poprzedniego kryzysu energetycznego. Kluczową różnicą, w porównaniu z wydarzeniami sprzed kilku lat, był krótszy okres ograniczeń podaży. Dodatkowo wcześniejszy kryzys przypadł na okres silnie stymulowanego popytu po pandemii, co wówczas jeszcze bardziej potęgowało wzrost cen.

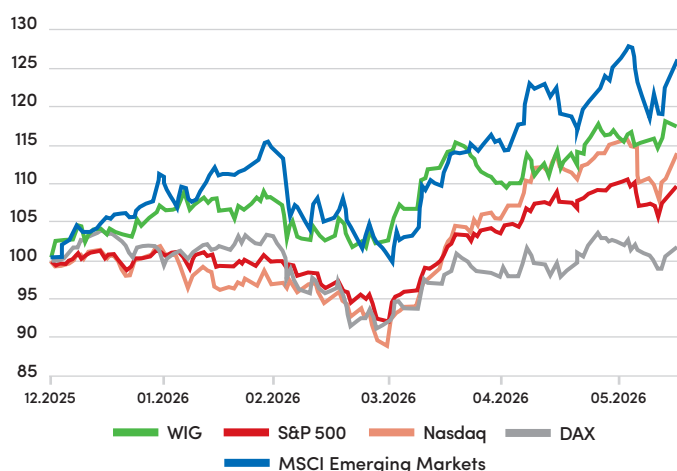
Wpływ tych wydarzeń na polską gospodarkę pozostawał ograniczony. Z perspektywy konsumentów istotne znaczenie miała szybka reakcja rządu, w tym obniżenie akcyzy i podatku VAT na paliwa, co pozwoliło ustabilizować ceny na stacjach. Również wzrost cen gazu na rynku kasowym nie zdążył przełożyć się na wyższe taryfy dla odbiorców. W efekcie oczekiwania inflacyjne pozostały relatywnie dobrze zakotwiczone. Nieco silniej skutki wzrostu cen energii odczuły przedsiębiorstwa, dla których obniżka VAT była neutralna, jednak także w tym przypadku bezpośredni wpływ na wyniki pozostawał umiarkowany.

Nie oznacza to jednak, że skutki kryzysu zostały całkowicie zażegnane. Nawet przy stabilizacji sytuacji na Bliskim Wschodzie część konsekwencji będzie odczuwalna z opóźnieniem. Wzrost cen surowców energetycznych zazwyczaj przenika do gospodarki stopniowo. Dobrym przykładem jest sektor żywnościowy. Przykładowo droższy gaz oznacza wyższe koszty produkcji nawozów, co – z czasem – może prowadzić do wzrostu cen zbóż i produktów spożywczych. Zatem ostateczny wpływ na ceny detaliczne może być widoczny dopiero po kilku kwartałach. W rezultacie inflacja może utrzymywać się na podwyższonym poziomie dłużej, niż obecnie zakłada rynek. Taki scenariusz wymagałby bardziej restrykcyjnej polityki monetarnej, co mogłoby negatywnie oddziaływać na rynki akcji.

Patrząc w przyszłość, region Zatoki Perskiej pozostanie jednym z kluczowych źródeł ryzyka dla światowych rynków. Nawet jeśli Iran będzie miał ograniczone możliwości dalszego rozwoju programu nuklearnego, to pokazał, jak istotnym narzędziem wpływu może być potencjalna destabilizacja globalnego rynku energii. Mimo to naszym bazowym scenariuszem pozostaje stopniowy powrót do swobodnej żeglugi w Cieśninie Ormuz oraz względna stabilizacja na rynku surowców energetycznych.

POLSKI RYNEK AKCJI BYŁ SILNY, ALE KRÓL JEST TYLKO JEDEN

Pomimo dużej zmienności rynkowej oraz niepewności w skali globalnej, jaką wygenerował konflikt militarny w Iranie, pierw-

**Wykres 11. Rynki akcji od początku 2026 r.
(dane ujednolicone)**

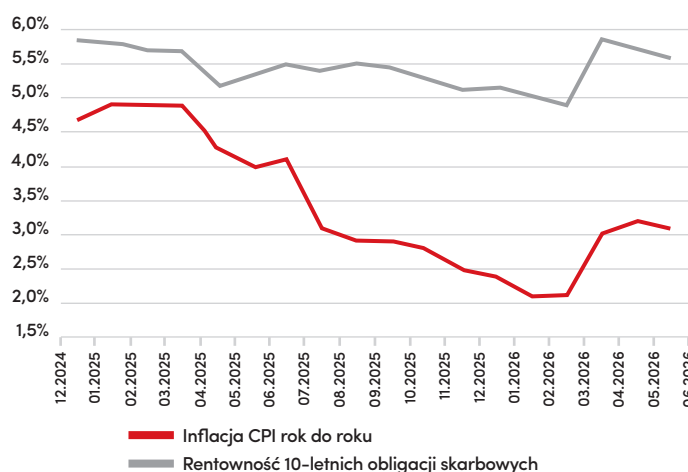
Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 15.06.2026 r.

sze półrocze krajowy rynek akcji może zaliczyć do udanych okresów. Od początku 2026 r. do 15 czerwca 2026 roku stopa zwrotu dla WIG przekroczyła 17%. Nominalnie jest to bardzo dobry wynik. Przekracza on np. dokonania amerykańskiego rynku akcji, włączając w to technologiczny indeks Nasdaq. Z drugiej jednak strony, szeroki agregat rynków rozwijających się, reprezentowany przez indeks MSCI Emerging Markets, rósł nawet szybciej. Jednym ze zwycięzców w kategorii stóp zwrotu od początku bieżącego roku jest koreański indeks KOSPI, którego wzrost przekroczył 100%. Ogólnie rzecz ujmując cztery największe azjatyckie rynki, tj. Tajwan, Korea Południowa, Chiny oraz Indie, odpowiadają aż za ok. 80% zmienności indeksu MSCI Emerging Markets. Największymi beneficjentami wzrostów były takie spółki jak: TSMC, Samsung, MediaTek czy SK Hynix, które można zaliczyć do szerokiego ekosystemu spółek związanych z rewolucją sztucznej inteligencji. Warto jednak zaznaczyć, że pomimo mniej pokaźnych stóp zwrotu na krajowym rynku akcji względem wyżej wskazanych liderów hossy AI, również nasz rodzimy rynek doświadczał napływu nowych środków ze strony inwestorów zagranicznych. Głównymi beneficjentami były spółki o najwyższej kapitalizacji (WIG20), jak i przedsiębiorstwa o średniej wielkości, wchodzące w skład indeksu mWIG40.

ZMIANA SCENARIUSZY DLA STÓP PROCENTOWYCH

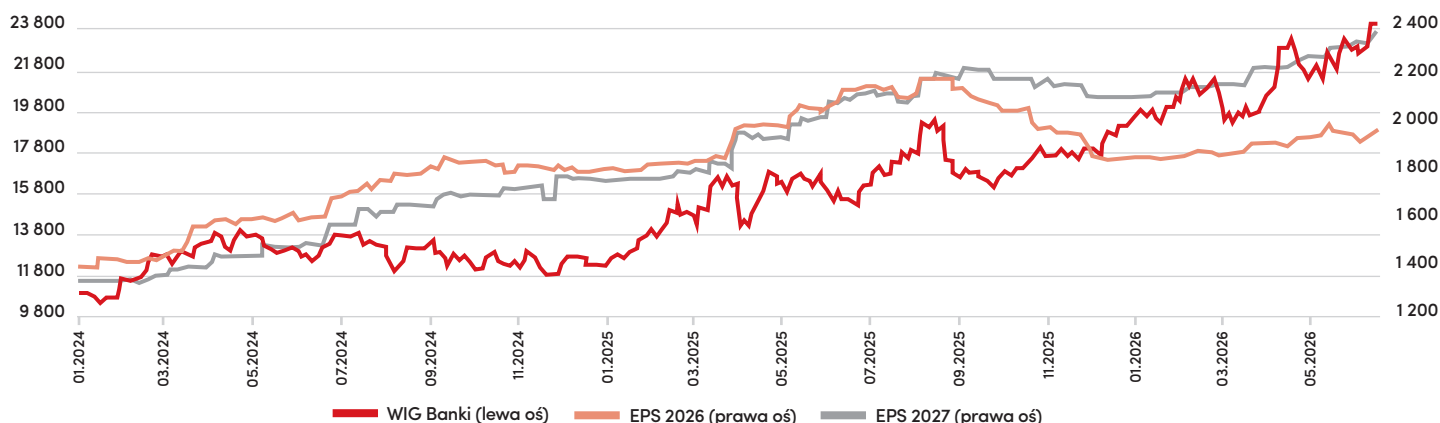
Rozpoczynając bieżący rok, wszyscy uczestnicy rynku zastanawiali się, na ile polityka monetarna najważniejszych banków centralnych może być jeszcze bardziej gołębia. W przypadku amerykańskiej Rezerwy Federalnej kontrakty rynkowe wyceniały co najmniej dwie obniżki stóp procentowych po 25 punktów bazowych każda. Co więcej część analityków oczekiwała jeszcze większego złagodzenia polityki monetarnej z uwagi na zmianę na stanowisku przewodniczącego FED. Dodatkowo

w „Perspektywach rynkowych” na I półrocze 2026 roku, wskazywaliśmy, że konsensus analityków zakładał dalsze obniżki stóp przez naszą rodzimą Radę Polityki Pieniężnej do poziomu 3,5%. Jednak od początku marca, z uwagi na konflikt na Bliskim Wschodzie i skokowy wzrost cen węglowodorów, ta optyka rynkowa uległa drastycznej zmianie. Co prawda RPP na początku marca „rzutem na taśmę” dokonała jeszcze jednego cięcia stóp do poziomu 3,75%, to obecnie perspektywa dalszego luzowania do końca roku wydaje się już odległa. Również w przypadku Stanów Zjednoczonych nastąpiła drastyczna zmiana. W połowie czerwca 2026 r. kontrakty na stopę procentową zakładały duże prawdopodobieństwo podwyżki o 25 punktów bazowych do końca 2026 roku. Jest to oczywiście wypadkowa wzrostu odczytów inflacji CPI od marca, zarówno w Polsce (wykres 12), jak i w większości gospodarek na świecie. Następstwem tego był również wzrost rentowności obligacji skarbowych. Co do zasady dla globalnych rynków akcji przejście z luzowania polityki monetarnej do jej łagodnego zacieśniania może być umiarkowanie negatywną informacją. Jednak w tym świetle szczególnie interesująco przedstawiają się perspektywy krajowego rynku akcji. Z uwagi na fakt, że krajowe indeksy są mocno „ubankowane”, zmiana perspektywy dalszego łagodzenia polityki monetarnej w Polsce, przy zachowaniu stosunkowo dobrych perspektyw makroekonomicznych, jest całkiem pozytywna dla fundamentów rynku akcji nad Wisłą. Nie jest przecież tajemnicą, że przy stopach procentowych wyższych, niż jeszcze pół roku temu zakładali analitycy, sektor bankowy w Polsce ma szansę odnotować jedynie niewielki spadek marży odsetkowej względem 2025 r. Nakładając na to dobre wolumeny sprzedażowe, wspierane przez inwestycje m.in. związane z programem KPO, otrzymujemy całkiem optymistyczne środowisko dla wyników sektora bankowego w Polsce w najbliższych kwartałach.

Wykres 12. Inflacja oraz rentowność obligacji w Polsce

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, dane na dzień 31.05.2026 r.

Wykres 13. Indeks WIG Banki na tle prognozowanego zysku na akcję (EPS) na lata 2026 i 2027



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, dane na dzień 31.05.2026 r.

PERSPEKTYWY WYNIKÓW SEKTORA BANKOWEGO

Jak już wspominaliśmy wcześniej, sektor bankowy jest tym segmentem na rodzimym rynku akcji, którego wyniki mają największy wpływ na kształtowanie się oczekiwań dla całego indeksu WIG. W sierpniu 2025 roku, z uwagi na rozpoczęcie prac nad podwyższeniem podatku CIT dla sektora bankowego w Polsce, analitycy rynkowi obniżyli swoje wcześniejsze prognozy jego zysków. Warto podkreślić, że z uwagi na zmianę oczekiwań odnośnie kształtowania się stóp procentowych w Polsce, od marca 2026 roku ponownie obserwujemy trend podnoszenia prognoz wyników dla sektora. W połowie czerwca 2026 roku prognozowany zysk na akcję (P/E) dla agregatu notowanych w Polsce banków był nawet powyżej prognoz sprzed ogłoszenia podwyżki CIT. Dodatkowo obecnie zakładany poziom zysków na 2027 rok jest o ok. 20% wyższy niż ten na bieżący rok. Wszystko to sprawia, że wzrost wycen indeksu WIG Banki widoczny na wykresie posiada wsparcie fundamentalne w postaci zwwyżki oczekiwanych zysków.

WYCENA RYNKU

Na przestrzeni ostatnich pięciu lat wycena krajowego rynku akcji ulegała dość drastycznym zmianom. Z jednej strony obecny poziom podstawowego wskaźnika wyceny rynku, czyli ceny do prognozowanych na 12 miesięcy wprzód zysków, kształtuje się na poziomie ok. 11, co w naszej ocenie nie jest wymagającym (czytaj: wysokim) poziomem. Z drugiej strony na przestrzeni ostatnich lat WIG przeszedł przez okres dużo niższych poziomów wycen – największe piętno odcisnęła na nim wojna w Ukrainie. Z powodu tego konfliktu za naszą wschodnią granicą w 2022 roku drastycznie wzrosła premia za ryzyko przypisywane do naszego rynku akcji. To obniżyło przejściowo poziom tego wskaźnika nawet w okolicach 5-6. Ta przecena ma decydujący wpływ na to, że obecnie WIG notowany jest powyżej swojej średniej wyceny za ostatnie

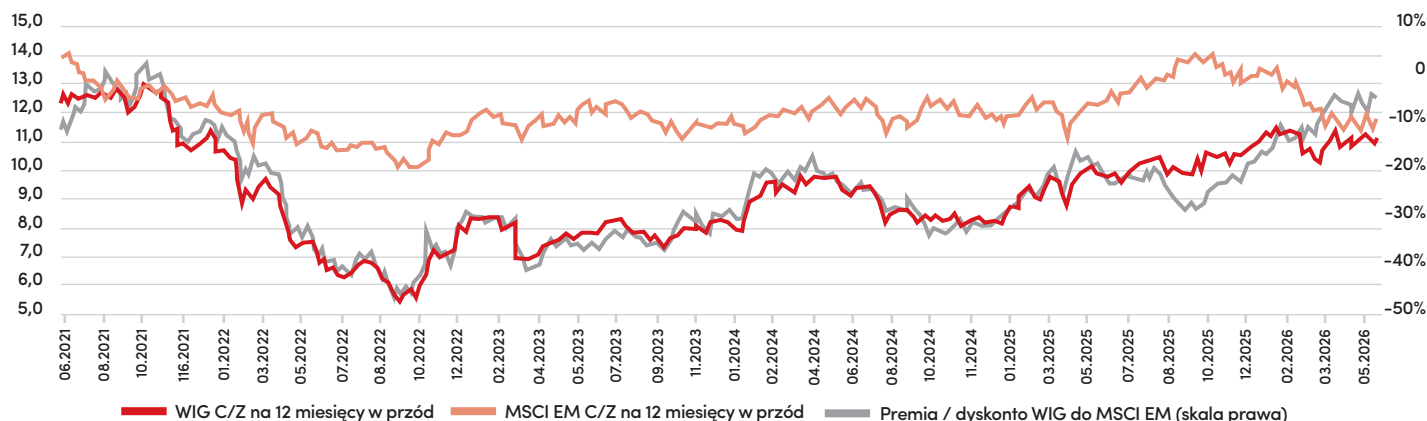
pięć lat. Z drugiej jednak strony rodzimy rynek akcji nadal notowany jest z dyskontem względem wycen portfela indeksu MSCI Emerging Markets, choć warto zaznaczyć, że dyskonto to istotnie spadło w ostatnim półroczu (wykres 14). Na zmniejszenie się dyskonta do ok. 7% wpływ miał z jednej strony wzrost WIG, a z drugiej istotne podniesienie prognoz zysków dla spółek związanych z branżą sztucznej inteligencji na Dalekim Wschodzie. Mają one bardzo duży wpływ na wycenę całego indeksu MSCI Emerging Markets. W naszej ocenie obecny poziom krajowych wycen stanowi pewną formę ich urealnienia względem rynków zagranicznych. Sam poziom dyskonta z lat 2022-2023 należy traktować zdecydowanie jako ponadnormatywną przecenę krajowych instrumentów udziałowych, czyli akcji.

KONFLIKT W UKRAINIE KREUJE RYZYKA, ALE I SZANSE

Niezmiennie ważnym czynnikiem dla polskiego rynku kapitałowego jest przebieg wojny w Ukrainie. Obecnie można wskazać kilka potencjalnych scenariuszy rozwoju sytuacji. Najbardziej prawdopodobny, w ocenie większości komentatorów, jest wariant utrzymania obecnego układu sił i kontynuacji konfliktu. Po wielu latach walk oraz licznych niespełnionych nadziejach na zakończenie wojny taki scenariusz wydaje się najbardziej naturalny. Dla polskiego rynku akcji byłby on zasadniczo neutralny, choć nie można wykluczyć okresowych wzrostów zmienności związanych z ewentualną eskalacją działań wojennych.

Znacznie mniej uwagi poświęca się obecnie scenariuszowi zamrożenia konfliktu i zawarcia zawieszenia broni na obecnej linii frontu. Tymczasem po długim okresie bez wyraźnych sukcesów którejkolwiek ze stron może dojść do stopniowego wyczerpania zarówno zasobów, jak i politycznej determinacji do dalszego prowadzenia działań wojennych. Taki rozwój wydarzeń mógłby wywołać bardzo pozytywną reakcję

Wykres 14. Wycena rynku krajowego na tle rynków rozwijających się



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, dane na dzień 15.06.2026 r.

polskiego rynku akcji oraz umocnienie złotego. Pytanie tylko o trwałość ewentualnych wzrostów. W obecnych wycenach trudno dostrzec istotne dyskonto za lokalne ryzyko geopolityczne, która mogłaby zostać całkowicie zniwelowana po zakończeniu wojny. Ponadto liczba spółek, które mogą w znaczącym stopniu skorzystać na odbudowie Ukrainy jest relatywnie niewielka. Po początkowej euforii inwestorzy mogą natomiast skoncentrować się na potencjalnych zagrożeniach dla wybranych sektorów, w tym spółek surowcowych czy detalicznych.

CORAZ WIĘKSZY WPŁYW AI

Ważnym tematem pozostaje rozwój sztucznej inteligencji i jego wpływ na wyceny rynkowe. Coraz częściej pojawiają się pytania, czy na rynku nie tworzy się bańka spekulacyjna związana z AI. Dotychczasowa fala wzrostów wydaje się jednak w dużej mierze uzasadniona poprawą wyników finansowych przedsiębiorstw, szczególnie tych dostarczających infrastrukturę obliczeniową. Większe ryzyko można dostrzec w przypadku spółek, które ponoszą ogromne nakłady inwestycyjne na rozwój infrastruktury AI kosztem bieżącej zdolności do generowania wolnych przepływów pieniężnych. W średnim terminie może to prowadzić do presji na ich wyceny.

Kluczowym wskaźnikiem pozwalającym ocenić, czy rozwój sztucznej inteligencji zaczyna negatywnie wpływać na gospodarkę, pozostanie rynek pracy. Dotychczas każda recesja połączona z wyraźnym osłabieniem zatrudnienia prowadziła do znaczących spadków na giełdach. Obecnie zarówno w Polsce, jak i w Stanach Zjednoczonych widoczne są pierwsze sygnały ochłodzenia rynku pracy. Maleje liczba nowych ofert zatrudnienia, a młodym osobom coraz trudniej rozpocząć karierę zawodową. Rozwój AI stwarza szansę na znaczący wzrost produktywności, ale jednocześnie może ograniczać zapotrzebowanie na pracowników wykonujących powtarzalne zadania. Choć proces ten prawdopodobnie już się rozpoczął,

jego skala pozostaje na razie zbyt mała, aby była wyraźnie widoczna w zagregowanych danych makroekonomicznych. Możliwe jest również, że osoby zastępowane przez rozwiązania oparte na sztucznej inteligencji znajdują zatrudnienie w sektorach od lat borykających się z niedoborem pracowników. Dlatego na obecnym etapie nie obserwujemy istotnego wzrostu bezrobocia ani gwałtownego pogorszenia sytuacji gospodarczej.

HISTORYCZNE STOPY ZWROTU WYZWANIEM

Podsumowując w scenariuszu bazowym jesteśmy neutralnie nastawieni do krajowego rynku akcji w drugim półroczu. Jednocześnie po raz pierwszy od kilku lat zauważamy pewne ryzyka, których nie można ignorować. Scenariusz bazowy zakłada stopniowe zmniejszanie napięć geopolitycznych, w tym ponowne otwarcie Cieśniny Ormuz jako kluczowego szlaku handlowego. W takim otoczeniu środowisko gospodarcze powinno nadal sprzyjać rynkom, a odejście od oczekiwanego jeszcze pół roku wcześniej dalszego luzowania polityki monetarnej nie powinno stanowić istotnej przeszkody dla rynków akcji. Nie można jednak zapominać, że w ostatnich latach mnogość wydarzeń geopolitycznych, które wpływają na rynki akcji, jest wyjątkowo wysoka. W przypadku ponownej eskalacji napięć na Bliskim Wschodzie, której następstwem może być wprowadzenie znacznie bardziej jastrzębiej polityki monetarnej, wysoka zmienność na rynkach akcji może ponownie dać o sobie dotkliwie znać. Dodatkowo brak istotnego dyskonta w wycenie względem rynków wschodzących ogranicza potencjał stóp zwrotu i jednocześnie zabiera poduszkę bezpieczeństwa w przypadku ewentualnych zawirowań na globalnych rynkach. Tym razem stopy zwrotu na rynku polskich akcji będą silnie uzależnione od zachowania rynków globalnych, w tym przede wszystkim rynków wschodzących. Nie zmienia to jednak faktu, że nadal warto opierać budowę portfela inwestycyjnego na analizie fundamentalnej oraz koncentrować się na przedsiębiorstwach o ponadprzeciętnej jakości.

Globalny rynek surowców



Karol Ciuk, CAIA, CFA

Dyrektor Zespołu
Zarządzania Strategiami Globalnymi,
Zarządzający portfelem

- Mimo niemal szalonych wahań poszczególnych surowców – pierwsze półrocze udane dla szerokiego, zdywersyfikowanego ich portfela.
- Po wiosennej korekcie cen długoterminowe perspektywy dla złota nadal uważamy za interesujące.
- Pomimo krótkoterminowych wyzwań, perspektywy dla miedzi w naszej ocenie pozostają korzystne.
- W obecnym otoczeniu wciąż warto utrzymywać zdywersyfikowany portfel a w nim ekspozycję na szeroki rynek surowcowy.

Pierwsze sześć miesięcy 2026 roku było udane dla rynku surowców. Szeroki indeks surowcowy Bloomberg'a wzrósł od początku roku do 26.06.2026 r. około 14%, a głównym motorem wzrostów były surowce energetyczne. Impuls do wzrostów zapewniły przede wszystkim napięcia geopolityczne na Bliskim Wschodzie, które wywołały znaczące ograniczenia podaży ropy. W naszym poprzednim raporcie z początku tego roku wskazywaliśmy, że wyniki poszczególnych grup surowców będą prawdopodobnie mocno zróżnicowane i to okazało się prawdą. Podobnie jak to, że cały rynek powinien odnotować dobre wyniki. Zastanówmy się zatem, co może nas czekać w kolejnych miesiącach.

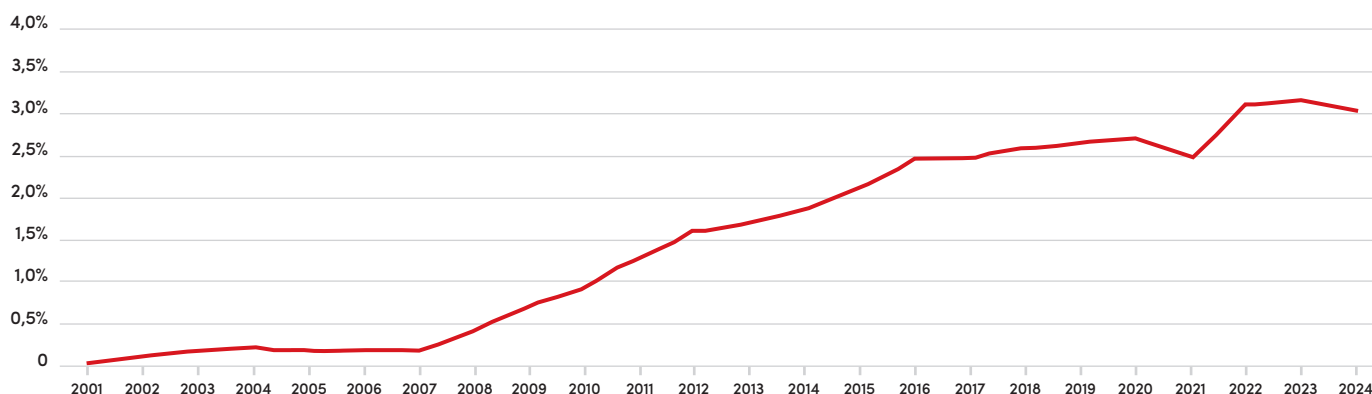
GEOPOLITYKA RZĄDZI ZMIANAMI NASTROJÓW I NOTOWAŃ

Przebieg pierwszego półrocza pokazał, jak szybko potrafią zmieniać się nastroje na rynku surowcowym. Po osiągnięciu tegorocznego maksimum w połowie maja i wzroście o 30% od początku roku szerokie indeksy surowcowe wyraźnie skorygowały wcześniejsze wzrosty i zanotowały spadek o około

14% od szczytu. To obrazuje jak szybko tzw. „ premia” za ryzyko geopolityczne na rynku ropy została „wyceniona” przez inwestorów i powoli zaczęła się zmniejszać. W naszej ocenie w drugiej połowie roku o kierunku notowań w większym stopniu decydować będą fundamenty podaży i popytu, a nie krótkoterminowe szoki rynkowe. Zwracamy też uwagę na rosnące zainteresowanie inwestorów instytucjonalnych tym rynkiem (wykres 15).

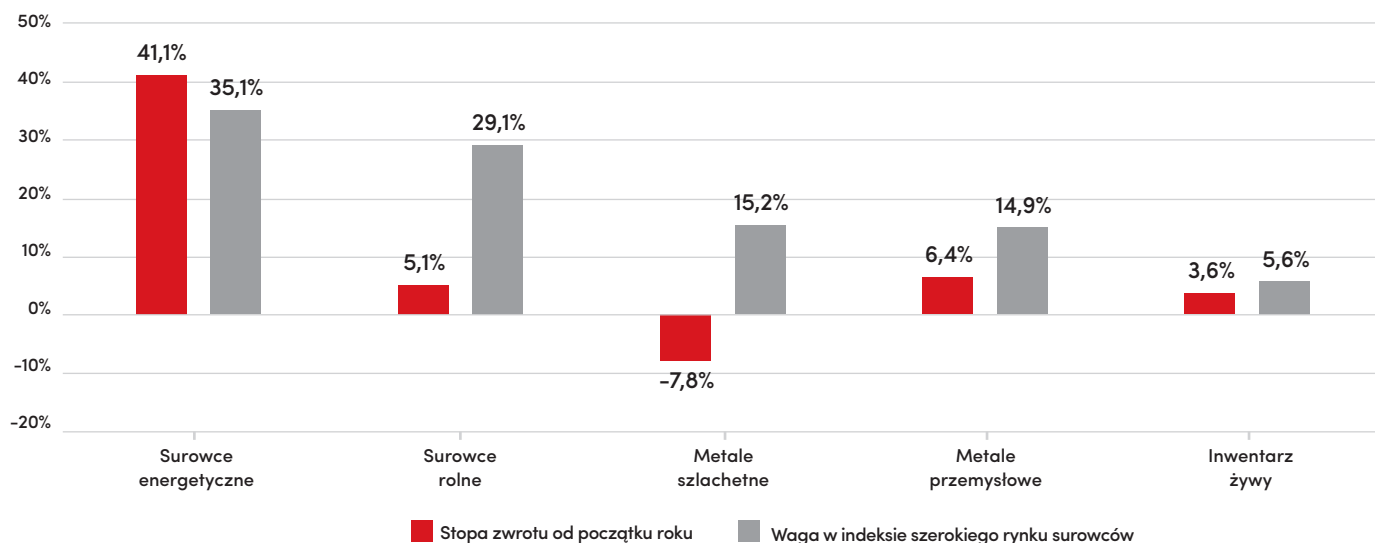
Kluczowym segmentem rynku były surowce energetyczne, których indeks wzrósł od początku roku o 41%. Głównym źródłem wzrostów był konflikt z Iranem oraz zakłócenia transportu przez Cieśninę Ormuz – szlak odpowiadający za około jedną piątą światowego morskiego handlu ropą naftową. Sytuacja w regionie uległa jednak częściowej stabilizacji. Pozostawała jednak bardzo delikatna, o czym przekonały zagrażające kruchemu zawieszeniu broni incydenty – z intensywną wymianą ciosów pod koniec czerwca włącznie. Tymczasowe porozumienie pomiędzy USA i Iranem umożliwiło wznowienie żeglugi. Było to jednak nadal znacznym wyzwaniem wobec

Wykres 15. Średni udział surowców w portfelach funduszy emerytalnych w USA



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z Public Plans Data (<https://publicplansdata.org/>), dane na dzień 20.06.2026 r.

Wykres 16. Stopy zwrotu dla subindeksów surowcowych Bloomberg



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, dane na dzień 26.06.2026 r.

wspomnianych incydentów oraz ponawianych grózb wprowadzenia nowych opłat za tranzyt. Ceny ropy zbliżyły się do poziomów z początków zamknięcia cieśniny przez Iran. Jednocześnie ostatnie incydenty w rejonie cieśniny pokazują, że ryzyko geopolityczne nie zostało całkowicie wyeliminowane i nadal może prowadzić do okresowych wzrostów cen, a wiele krajów uszczupliło swoje rezerwy strategiczne i będzie musiało je uzupełniać. Dodatkowo kraje OPEC+ stopniowo zwiększają wydobywanie, podczas gdy prognozy wzrostu światowego popytu na ropę zostały obniżone. W rezultacie wiele instytucji finansowych oczekuje stabilizacji cen ropy w drugiej połowie roku, choć – z wiadomych powodów – na wyższym poziomie niż w roku 2025. Ewentualna eskalacja napięć na Bliskim Wschodzie wciąż pozostaje jednak najważniejszym czynnikiem, który może powodować wzrost cen.

METALE SZLACHETNE – OD BOOMU DO DEFENSYWY

Metale szlachetne okazały się najłabszym segmentem rynku surowców w pierwszej połowie 2026 roku, po tym gdy były jego głównym motorem. Indeks Bloomberg obrazujący zachowanie metali szlachetnych spadł od początku roku o 8%, co odzwierciedla silną korektę wzrostowego trendu po bardzo dynamicznych wzrostach z pierwszych miesięcy roku. Warto wspomnieć, że na początku 2026 roku ceny złota ustanowiły historyczny rekord i przekroczyły poziom 5 400 USD za uncję (31,1 grama). Dodatkowo wzrost napędzały napięcia geopolityczne związane z konfliktem na Bliskim Wschodzie, utrzymujący się popyt ze strony banków centralnych gospodarek wschodzących oraz słabszy dolar amerykański. W kolejnych miesiącach sytuacja uległa jednak zmianie. Częściowa deeskalacja napięć pomiędzy USA i Iranem

ograniczyła popyt na aktywa „bezpiecznej przystani”. Natomiast bardziej jastrzębie nastawienie Rezerwy Federalnej zwiększyło oczekiwania na podwyżki stóp procentowych jeszcze w tym roku. W efekcie ceny złota wyraźnie oddaliły się od tegorocznych maksimów i zbliżyły się do poziomu 4000 USD za uncję.

Zmiana oczekiwań dotyczących polityki Fed skłoniła również część banków inwestycyjnych do rewizji prognoz cen złota. Mimo tych korekt większość instytucji nadal zakłada, że w dłuższym terminie złoto będzie wspierane przez zakupy banków centralnych i proces dywersyfikacji rezerw walutowych. My także uważamy to za argument przemawiający długoterminowo za tą klasą aktywów.

MIEDŹ I INNE METALE PRZEMYSŁOWE ZE ZMIENNOŚCIĄ, ALE I SZANSAMI

Metale przemysłowe zakończyły pierwsze półrocze umiarkowanym wzrostem na poziomie 6%, choć za tym wynikiem kryje się bardzo duża zmienność. Duże emocje wzbudzała miedź, której ceny na początku roku dynamicznie rosły. Impulsem były przede wszystkim silny napływ kapitału z Chin oraz zakupy wyprzedzające potencjalne wprowadzenie ceł na import miedzi do Stanów Zjednoczonych. W kolejnych miesiącach rekordowo wysokie ceny zaczęły jednak ograniczać popyt ze strony odbiorców przemysłowych i doprowadziły do korekty notowań. W ostatnim czasie rynek znów odbił wspierany poprawą globalnego sentymentu inwestycyjnego oraz powrotem zakupów po wcześniejszych spadkach. Pomimo krótkoterminowych wyzwań perspektywa dla miedzi pozostaje korzystna. Transformacja energetyczna, rozwój centrów danych oraz elektryfikacja gospodarki nadal

wspierają długoterminowy wzrost zapotrzebowania na ten metal. Dodatkowym wsparciem pozostaje stopniowy spadek zapasów na światowych giełdach.

ROLNICTWO NA ŁASCE EKSTREMALNEJ POGODY

Surowce rolne były dość stabilną grupą w pierwszym półroczu 2026 roku i osiągnęły wzrost na poziomie ok. 5%. Jak wiemy jednym z kluczowych czynników dla tego rynku pozostaje pogoda. Fala upałów w Europie zwiększa ryzyko pogorszenia plonów pszenicy i kukurydzy, co może wpływać na ceny zbóż. Jednocześnie prognozy wskazują na możliwość rozwoju zjawiska El Niño w dalszej części roku. To mogłoby prowadzić do zakłóceń produkcji rolnej w Ameryce Południowej i Azji Południowo-Wschodniej oraz utrzymywać presję na światowe ceny żywności. Z drugiej strony na horyzoncie pojawia się otwarcie Cieśniny Ormuz, które może obniżyć ceny nawozów i koszty ich transportu.

SZEROKI RYNEK SUROWCÓW JAKO CZĘŚĆ ZDYWERSYFIKOWANEGO PORTFELA

Podsumowując, po bardzo udanym pierwszym półroczu rynek surowców wchodzi w drugą część roku z podwyższoną zmiennością. W naszej ocenie w tym okresie większego znaczenia nabierze sytuacja fundamentalna i bilans popytu i podaży oraz otoczenie makroekonomiczne. Podobnie jak w pierwszej połowie roku, zachowanie wielu grup surowców może być bardzo zróżnicowane. Z drugiej strony tegoroczny przykład z rynku ropy potwierdził, że wystarczy eskalacja jednego ryzyka, aby znacząco wpłynąć na cały rynek surowcowy. Dlatego w naszej opinii, w obecnym otoczeniu wciąż warto dywersyfikować portfel i utrzymywać w nim ekspozycję na szeroki rynek surowcowy. Warto traktować tę ekspozycję jako ewentualne zabezpieczenie przeciw nieoczekiwanym wydarzeniom rynkowym, a także w celu wykorzystywania strukturalnych trendów, wspierających niektóre grupy surowców.

Postscriptum: Geopolityka, głupcze!



Łukasz Kwiecień

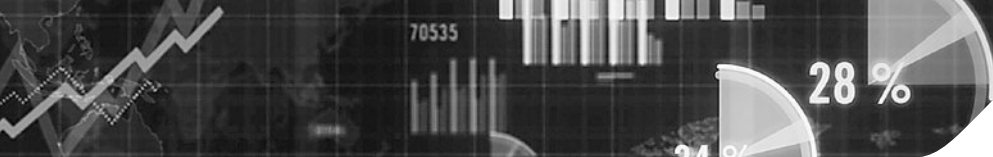
Dyrektor ds.
Komunikacji Inwestycyjnej,
Departament Zarządzania Aktywami

Ujawnię trochę kulis przygotowywania raportów analitycznych. Pilnie obserwujesz gospodarkę, rynki, politykę. Zbierasz dane. Analizujesz. Proponujesz scenariusze i tezy. Dyskutujesz. Uzgadniasz. Konsultujesz. Doprecyzowujesz sformułowania. Wygładasz język. Upraszczasz. I już, już jesteś blisko mety... I właśnie wtedy wychodzi prezydent Donald Trump i mówi „a kuku!”. Zwykle coś tam skrobnie, napisze jakiś post w social mediach. Albo rzuci kilka zdań. Lub po prostu wyśle samoloty i rakiety. Albo odwrotnie – w czasie gdy rynek pogrąża się w pesymizmie rzuci hasło o świetnych rozmowach i pokoju, który jest „tuż, tuż”.

Doświadczaliśmy takiej sytuacji wiele razy. Nie tylko w pierwszym półroczu. Tak samo było na początku drugiego półrocza. Z dokończeniem tego tekstu czekaliśmy na publikację najnowszych prognoz Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW, IMF). Zapowiedziano je na 8 lipca 2026 r. Show tego dnia skradł jednak prezydent Donald Trump. Po paru incydentach w cieśninie Ormuz, w nocy z 7 na 8 lipca (naszego czasu) najpierw USA wycofały zgodę na eksport ropy irańskiej. Ale wkrótce potem przyszły newsy o kolejnym ataku sił amerykańskich na Iran. A już 8 lipca Trump ogłosił, że uważa zawieszenie broni za zakończone, pozostawiając jednak furtkę do rozmów negocjatorów. Rynek, po raz kolejny zaskoczony zwrotem wydarzeń, reagował gwałtownymi wzrostami cen ropy i spadkami cen obligacji (zwykła ich rentowność) oraz niżkami kursów akcji. Nadzieja pozostawała we wspomnianej determinacji negocjatorów.

ROLLER – COASTER W PÓŁROCZU, ROKU, OD LAT

Wielokrotne zwroty sytuacji geopolitycznej – teraz głównie wokół Iranu, ale przecież wcześniej także np. ze słynną rewolucją w cłach USA – trochę już przyzwyczaiły inwestorów do nieprzewidywalności i zmienności. Nie zmienia to oczywiście faktu, że te więcej w zmiennych kierunkach huragany przynosiły i przynoszą realne szkody. Jednak – przynajmniej dotychczas – rynek, choć poobijany i posiniaczony, z czasem odrabiał straty i szedł dalej.



Może działo się tak m.in. za sprawą wieloletnich doświadczeń z kryzysami, krachami, załamaniem i różnymi globalnymi katastrofami.

Zawirowania geopolityczne i ich konsekwencje rynkowe są codziennością już od wielu lat. Zwłaszcza ostatnie sześć, wkrótce – siedem – lat to niemal permanentnie powtarzające się kryzysy o różnym charakterze: szok energetyczny, pandemia, inflacja, wojna w Ukrainie, wojna na Bliskim Wschodzie, agresywna polityka handlowa USA, szokujące rozszczenia i pomysły tejże administracji. Zarządzający – inwestorzy profesjonalni i instytucjonalni – muszą być stale przygotowani na kolejne zaskakujące sytuacje.

Gwałtowność wydarzeń z ostatnich lat wydaje się przewyższać wszystko, czego doświadczyliśmy od czasów II wojny światowej. Warto jednak pamiętać, że rynek globalny w poprzednich kilkunastu latach doświadczał podobnych kryzysów: kryzys amerykański 2007–2008 z jego globalnymi konsekwencjami, kryzys zadłużenia w Europie 2011–2012, a na początku wieku krach spekulacyjnej bańki dot-com i zmasowany atak terrorystów islamskich na USA, w latach 90-tych – kryzysy Emerging Markets, krach rosyjski, kryzys azjatycki, ataki spekulacyjne na waluty świata. Jak widać, tak naprawdę od paru dekad, a zwłaszcza w ostatnich latach, żyjemy i działamy na rynkach w czasach „seryjnych” wielkich kryzysów. Można nawet powiedzieć, że jesteśmy skazani na aktywne zarządzanie swoimi pieniędzmi – aktywami na rynkach – wręcz od kryzysu do kryzysu. Można nawet gorzko żartować, że zarządzanie na rynkach globalnych przypomina slalom z zarządzaniem kryzysowym.

Mimo tak bardzo zmiennych okoliczności wiele łatwo dostępnych dla klientów indywidualnych strategii inwestycyjnych może pochwalić się znakomitymi średnio i długoterminowymi wynikami! Dotyczy to szerokiego wachlarza możliwości, zarówno strategii dłużnych, akcyjnych, mieszanych, jak i surowcowych. Nawet w tak trudnych i zmiennych czasach można więc zarabiać.

Co więcej profesjonalni zarządzający starają się wykorzystywać sytuacje kryzysowe i przeceny aktywów do przetasowań w portfelach. Np. w czasie wojny na Bliskim Wschodzie nasi zarządzający starali się wykorzystywać wysoką zmienność by kupować obligacje wtedy, gdy uznawali, że ich ceny spadły do przesadnie niskiego poziomu (a rentowności wzrosły do poziomów atrakcyjnych do zakupu) oraz sprzedawać wtedy, gdy oceniali ceny za zbyt wysokie (a rentowności zbyt niskie) względem oczekiwanych scenariuszy rozwoju sytuacji.

„GEOPOLITYKA, GŁUPCZE!”

„Gospodarka, głupcze” – to niemal już legendarne hasło sztabu kampanii wyborczej późniejszego prezydenta USA Billa Clintona z roku 1992. Od tego czasu fraza ta dostosowa-

nywana do doraźnych potrzeb stała się „virałem” (na długo zanim pojęcie to w ogóle zrobiło karierę). Zwłaszcza, że zwrócenie uwagi na rolę gospodarki w polityce przyniosło sukcesy Clintonowi, a opłaciło się także inwestorom giełdowym. Hasło to de facto umożliwiło spektakularną hossę rynków akcji w USA drugiej połowy lat 90-tych. I choć trudno znaleźć polityka, który mówiłby, że gospodarka nie jest ważna, to później coś się w tym całym mechanizmie popsło. Od paru lat, mimo ciągłego powtarzania tez o ważności gospodarki, wspomniane motto przybrało nowy wymiar. To już raczej „geopolityka, głupcze”. To właśnie geopolityka bardzo brutalnie weryfikuje rozmaite scenariusze i potrafi je wywracać do góry nogami.

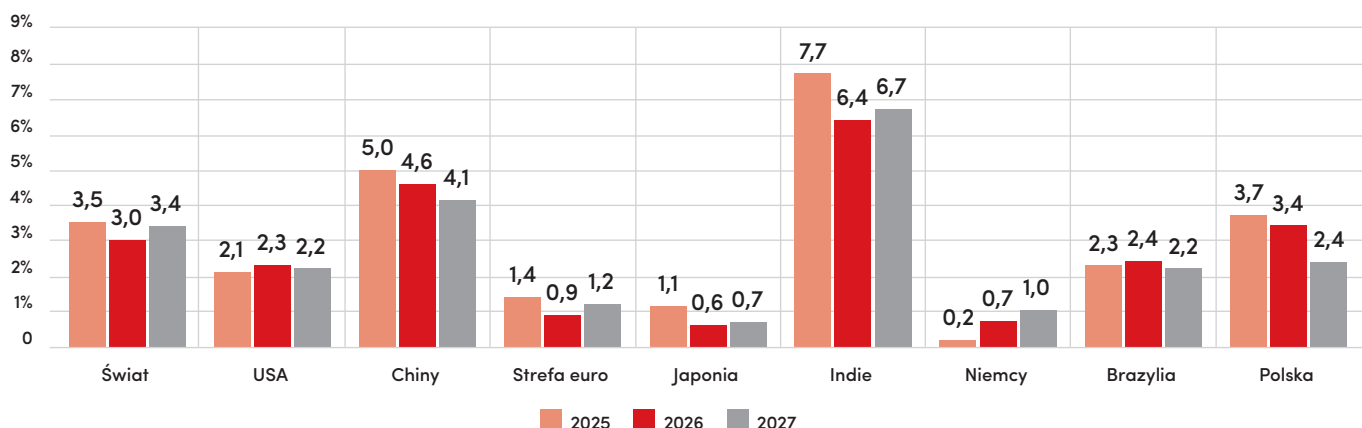
Przypominam o tych zamierzcztych już latach 90-tych z premedytacją. Wtedy też budził się, rozkręcał a potem wręcz szalał globalny megatrend – internet. Technologia koniec końców okazała się zwycięska, ale rynek przesadził ze skalą oczekiwań, a wyceny wyprzedziły zbyt możliwości faktycznej biznesowej adaptacji globalnej sieci. Karą była spektakularna bessa, która jednak nie zmieniła wcale logiki megatrendu technologicznego. Bez upowszechniania internetu i ciągłej ewolucji „hardware” nie byłoby przecież także dzisiejszych „cudów” technologii z AI na czele.

RYZYKA DEZINFORMACJI I MANIPULACJI

Na zmienności i kryzysach żeruje niestety coraz powszechniejsza dezinformacja i manipulacja. Jej promotorzy nie tylko wykorzystują zawieruchę do zbijania kapitału, ale wręcz potrafią podsycać emocje. Niestety, jak dobitnie pokazują przykłady efektów szumu informacyjnego oraz np. wpływu postów prezydenta Trumpa, rynki globalne są bardzo podatne i wrażliwe na wszelkie zabiegi informacyjne i dezinformacyjne. Wraz z ekspansją social mediów i kreowaniem samowarzących „guru” inwestowania – influencerów – rosną ryzyka dezinformacji i manipulacji. Przykład tzw. „meme stocks” – czyli spółek, na których notowania realnie wpływały viralowe posty w mediach społecznościowych – pokazuje, że zjawisko to obejmuje nie tylko mniejsze firmy, ale i niektóre największe spółki technologiczne (big techy).

W interesie inwestorów – klientów instytucje finansowe muszą cierpliwie tłumaczyć i wyjaśniać powody niezliczonych już wahań rynków, w tym czasem szokujących zwrotów wywołanych przez niekiedy pojedyncze, enigmatyczne newsy, opinie czy insynuacje. Nie ma łatwej recepty. Dezinformacja i spekulacja czasem wykorzystują wolność słowa oraz swobodę wyrażania opinii do celów przestępczych. Tymczasem komunikacja instytucji finansowych jest mocno skrupowana ograniczeniami przekazu (prawnie, regulacyjnie). Dlatego tym ważniejsze jest by instytucje cierpliwie starały się wyjaśniać, co wpływa faktycznie na rynki i na portfele, co robimy właśnie w tym raporcie.

Wykres 17. Prognozy tempa wzrostu światowego PKB (rocznie)



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z WEO, IMF / MFW, dane na 08.07.2026 r.

NAWIGACJA W SZTORMIE

Geopolityka w oczywisty sposób wpływa na scenariusze i prognozy analityków renomowanych instytucji globalnych. Nie inaczej było ze wspomnianą już aktualizacją prognoz Międzynarodowego Funduszu Walutowego, przyćmioną opisanym kolejnym zwrotem narracji prezydenta Trumpa, ale nadal – istotną. Publikacja lipcowej aktualizacji zbiegła się z kolejnym zwrotem sytuacji w kryzysie irańskim i na rynkach.

Według analityków MFW prognozy dla świata kształtują dwie potężne siły, które działają w przeciwnych kierunkach: przedłużające się efekty szoku energetycznego w efekcie wojny na Bliskim Wschodzie oraz technologiczny boom inwestycyjny². Efekty oddziaływania tych sił bardzo się różnią w zależności od regionów i krajów. Zdaniem ekspertów MFW na razie światowa gospodarka poradziła sobie z efektami wojny wokół Iranu lepiej niż oczekiwano (publikacja z 8 lipca). Zastrzegali jednak, że prognozy te zakładały rozpoczęcie otwierania cieśniny Ormuz w połowie lipca i stopniową normalizację sytuacji z tranzytem ropy do marca 2027 r. Obserwowana także w dniu prezentacji prognoz eskalacja napięcia wokół Iranu oczywiście stwarzała ryzyko dla takich założeń.

Jak prognozowali specjaliści, światowy PKB wzrośnie w 2026 r. o 3% a w 2027 roku tempo tej wyżki przyspieszy nieco do 3,4%. Mniej optymistycznie natomiast wygląda prognoza inflacyjna. Analitycy MFW oczekują wzrostu tempa globalnej inflacji do 4,7% w tym roku.

ZMIENNE SCENARIUSZE, WYBÓR INWESTORA

Oczywiście, niezależnie od tego, jak profesjonalne są analizy, scenariusze i prognozy, opisywana tu mocarna geopolityka może mocno „mieszać” w globalnym obrazie. Warto więc przypominać o zdroworozsądkowych zasadach inwestowania, w tym o dywersyfikacji, czyli różnicowaniu portfela. W praktyce oznacza to, iż – poza oczywistym dopasowaniem portfela do swoich potrzeb i możliwości – trzeba pamiętać o tym, by nie stawiać wszystkiego na jedną kartę. Rozłożenie inwestycji choćby na kilka elementów (np. funduszy) i uwzględnienie systematycznego inwestowania to takie minimum zdrowego rozsądku. Tak by być lepiej przygotowanym także na takie sytuacje, w których np. geopolityka zmieni zupełnie układ sił na światowych rynkach.

Zwracamy uwagę, że inwestorzy muszą kierować się indywidualnymi preferencjami: poziomem akceptowanego ryzyka, oczekiwaniami oraz możliwościami finansowymi i czasowymi. Nasze komentarze uwzględniają aktualną sytuację rynkową, mogą się zmieniać wraz z rozwojem wydarzeń i nie stanowią podstawy do podejmowania decyzji inwestycyjnych.

Cały czas monitorujemy sytuację na rynkach. Zarządzający reagują na zmieniające się okoliczności, starając się wyważyć potencjał szans i skalę ryzyka. A przemyśleniami, jak to wpływa na inwestycje, dzielimy się z Państwem na bieżąco. Nasze analizy i komentarze znajdują Państwo na www.pekaotfi.pl i w serwisie LinkedIn.

² World Economic Outlook (źródło: <https://www.imf.org/en/publications/weo/issues/2026/07/08/world-economic-outlook-update-july-2026?cid=ca-com-homepage-WEOET2026004>)

UWAGA: Inwestowanie wiąże się z ryzykami. Opis ryzyk danego funduszu/wydziałonych 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 w połowie 2026 roku. Zarówno nasz pogląd na rynek, jak i nastawienie mogą się zmienić – w zależności od wydarzeń w gospodarkach, polityce i na rynkach.



Słowniczek

Alokacja – podział pieniędzy inwestora pomiędzy różne klasy aktywów (np. akcje, obligacje, nieruchomości, gotówkę) w celu zminimalizowania ryzyka i maksymalizacji zysku.

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.

El Niño – to anomalne zjawisko klimatyczne polegające na okresowym, silnym ociepleniu wód powierzchniowych w równikowej strefie Oceanu Spokojnego [NOAA]. Powstaje wskutek osłabienia stałych wiatrów (pasatów), co całkowicie zaburza globalną cyrkulację atmosferyczną. Prowadzi to do ekstremalnych anomalii pogodowych na całym świecie – wywołuje katastrofalne susze w Australii i Azji, ulewne powodzie w Amerykach oraz podnosi średnią temperaturę całej planety.

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).

Hardware (sprzęt komputerowy) – to wszystkie fizyczne, namacalne części komputera lub innego urządzenia elektronicznego. Jest to materialna baza, która umożliwia instalację i uruchamianie oprogramowania (software).

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 rentowności (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. Wypłaszczenie 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.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW, z angielskiego: *International Monetary Fund (IMF)*) – to międzynarodowa organizacja zrzeszająca 190 krajów, której głównym celem jest zapewnienie stabilności globalnego systemu finansowego. Działa jako „bank centralny banków centralnych” lub pożyczkodawca ostatniej szansy dla państw zmagających się z poważnymi kryzysami gospodarczymi i zadłużeniem.

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.

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
	C
Emitent w upadłości	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.

Social media (media społecznościowe) – to oparte na Internecie technologie i platformy, które umożliwiają użytkownikom tworzenie, współdzielenie oraz wymianę treści, a także budowanie wirtualnych społeczności i sieci kontaktów.

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 skarbowa, z kolei w przypadku obligacji dolarowych – amerykańska. Zawężanie spreadów polega na zmniejszeniu się różnicy.

Stagflacja – to zjawisko makroekonomiczne polegające na jednoczesnym występowaniu w gospodarce wysokiej inflacji (wzrostu cen) oraz stagnacji gospodarczej (braku wzrostu PKB lub jego spadku), której często towarzyszy rosnące bezrobocie.

Trader – osoba, która zawiera krótkoterminowe transakcje instrumentami finansowymi, takimi jak np. akcje, obligacje czy kontrakty terminowe.

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/VB) – 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.

Viralowy post – to komunikat w mediach społecznościowych (tekst, zdjęcie, wideo lub mem), który w bardzo krótkim czasie zyskuje gigantyczną popularność poprzez masowe, dobrowolne udostępnianie go przez samych użytkowników sieci. Rozprzestrzenia się lawinowo, niczym biologiczny wirus, generując ogromne zasięgi organiczne bez udziału płatnej reklamy.

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 lit. 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 jakiegokolwiek inny sposób całości lub części materiału bez zgody Pekao TFI S.A. jest zabronione.

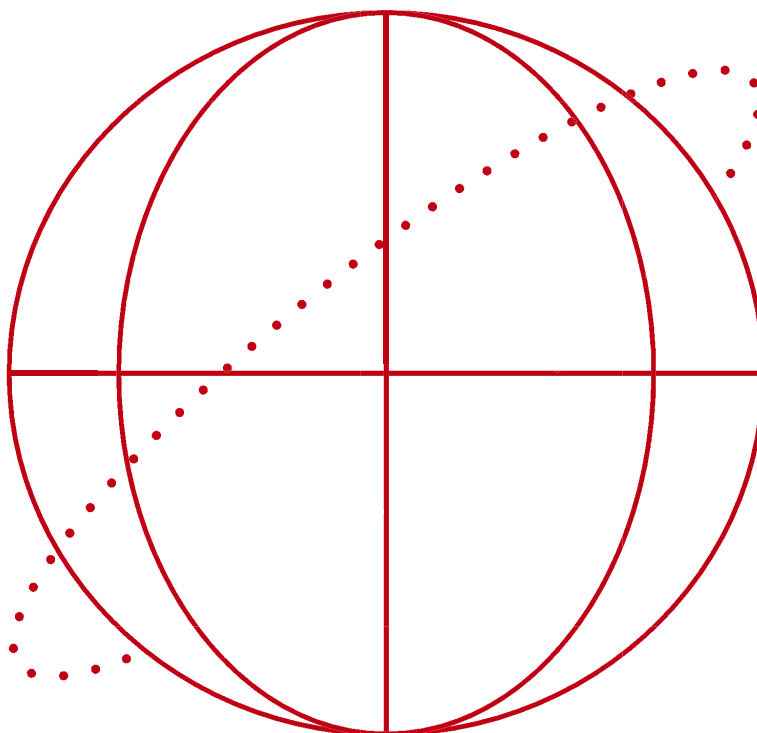
UWAGA! Indywidualna stopa zwrotu z inwestycji nie jest tożsama z wynikiem inwestycyjnym funduszu/subfunduszu i jest uzależniona od dnia zbycia oraz dnia odkupienia jednostek uczestnictwa, a także od wysokości pobranych opłat manipulacyjnych i opłat za zarządzanie, które obniżają wartość inwestycji, kategorii 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. Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej zapoznaj się z prospektem informacyjnym odpowiedniego funduszu, gdzie znajdziesz szczegółowy opis ryzyk związanych z inwestowaniem w ten fundusz i zwięzły opis swoich praw jako jego uczestnika, a także dokumentem zawierającym kluczowe informacje oraz – w przypadku specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego – Informacją dla klienta alternatywnego funduszu inwestycyjnego. Wszystkie te dokumenty 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: 22.06.2026 r., Postscriptum: 08.07.2026 r., chyba że wskazano inaczej.



Pekao Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

ul. Żubra 1
01-066 Warszawa

Centrum Obsługi Klienta

801 641 641

+48 (22) 640 40 40*

www.pekaofci.pl

opłata wg cennika operatora

* dla dzwoniących z zagranicy oraz telefonów komórkowych