

KOMENTARZ RYNKOWY

12/2025



OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW:

Akcje

Napisanie komentarza ekonomicznego wcale nie jest proste. Jeśli przytoczy się zbyt wiele suchych danych a mało liryki, możemy znudzić czytelnika. Jeśli przeszarżuje się z kwiecistymi metaforami, odbiorca może być niezadowolony, ze względu na zbyt mało tak zwanych twardych argumentów. Gdybyśmy mieli skupić się bowiem tylko na ekonomicznych liczbach, perspektywa dla polskich akcji jawi się więcej niż optymistycznie. Publikacją, po której można śmiało wypatrywać bogatego Mikołaja (czy świętego czy nie, to już wedle uznania), jest listopadowa projekcja NBP. Wzrost PKB ma wynieść w kolejnych latach odpowiednio: 3,4% w 2025, 3,7% w 2026 i 2,6% w kolejnym roku. Ożywienie gospodarcze ma więc potrwać do 2027 r. Wspierane będzie przez transformację energetyczną (farmy wiatrowe, sieci przesyłowe), wydatki obronne i środki unijne. Prognozując rok następny, nie można więc przeoczyć argumentu za akcjami, jakim jest szczyt aktywności gospodarczej, który przypadnie właśnie na zbliżający się rok. Dopiero w 2027 r. spodziewać się można delikatnego spowolnienia związanego z zakończeniem wykorzystania środków unijnych. Wśród danych kontrybuujących do finalnego odczytu PKB, nareszcie dobrze wyglądają dane dotyczące produkcji przemysłowej, która rośnie w październiku o 3,2 proc. r/r i bije rynkowe oczekiwania (2,2 proc. r/r). Produkcja budowlano-montażowa zwiększyła się w tym czasie o +4,1 proc. r/r (oczekiwano 0,8 proc. r/r), a sprzedaż detaliczna wzrosła o 5,4 proc. r/r przy prognozach na poziomie 3,8 proc. A zatem ze strony gospodarki notowania polskich akcji otrzymują duże zielone światło. Prezydent podpisał (zgodnie z prognozą z września, w myśl zasady, że banków nikt nie będzie bronił) ustawę podnoszącą CIT do 30% z obecnych 19%. Trzeba jednak pamiętać, że skutki tej złej dla akcjonariuszy decyzji, widoczne będą w wynikach za 2026 rok, a tymi martwić się będziemy dopiero za rok... Na razie raczej spodziewajmy się sowitych prezentów i rekordowych dywidend w przyszłym roku. Nie bardzo za to przemawia do mnie narracja wedle której, koniec agresji Rosji na Ukrainę musi dać impuls wzrostowy. Po pierwsze polskie akcje na początku tego roku dyskontowały już to wydarzenie. Po drugie, jeśli doradca Putina oświadcza, że plan pokojowy wymaga „poważnej analizy”, to widzę raczej miesiące a nie dni. Przygotowując prezentację na spotkanie z Doradcami elitarnego biura Phinance: W4, odgrzebałem materiał, który prezentowałem w końcówce 2023 roku na podobnym mityngu, w bliskim sercu Lublinie. Okazało się, że dwa lata temu niepokoiła mnie kapitalizacja NVIDII, która dojrzała do 1,8 bln USD i wynosiła tyle co cały Hang Seng. Obecna kapitalizacja globalnego lidera rewolucji AI przekracza pięciokrotnie PKB POLSKI. Sztuczna inteligencja jest postrzegana nie jako bańka spekulacyjna, ale jako fundamentalny motor napędowy gospodarki. Inwestycje w tym sektorze są w fazie rozpędu i oczekuje się, że będą się rozwijać przez co najmniej kolejne dwa lata. Inicjatywy rządowe, takie jak program Genesis Mission (uruchomiony 24 listopada rozporządzeniem Donalda Trumpa), mający na celu integrację superkomputerów i danych rządowych, dodatkowo wzmacniają pozycję USA jako globalnego lidera technologicznego. Jest więc prawdopodobne, że pijąc barszczyk za dwa lata, dalej będziemy głowić się jak możliwa jest feeryczna preponderancja kilku spółek.

Obligacje

Podobnie jak w ubiegłym miesiącu tak i w obecnym, rynek ustawiają dane o inflacji. Według szybkiego szacunku GUS ceny konsumenckie wzrosły w listopadzie o 2,4 proc. r/r, a więc wyraźnie mniej od prognoz (2,6 proc.) i poniżej 2,5-proc. celu NBP. Istotna jest struktura spadku. Ceny żywności wzrosły zaledwie o 0,1 proc. m/m, energia pozostała stabilna, paliwa mimo wzrostu m/m nadal są tańsze niż rok temu. Inflacja bazowa wyhamowała do ok. 2,6-2,8 proc. r/r (najniżej od 2019 r.). Presję kosztową wygaszają jednocześnie: globalne spadki cen surowców rolnych, rekordowe zbiory w Polsce i UE, brak impulsów regulacyjnych ze strony taryf energii i słabszy rynek pracy. Wszystkie te elementy układają się w obraz gospodarki, która wchodzi w czwarty kwartał z wyraźnym impetem, jednocześnie notując najsłabszą od 2019 r. presję inflacyjną. To połączenie daje realne szanse na piątą z rzędu obniżkę stóp procentowych (decyzja RPP już 3.12). Zgodnie z projekcją NBP inflacja CPI obniży się z 3,7% w 2025 r. do 2,9% w 2026 r. i 2,5% w 2027 r., pozostając w paśmie odchyłeń od celu inflacyjnego. To, że dziesięcioletni benchmark dla obligacji stałokuponowych, nie zmienił jeszcze pierwszej cyfry z „5” na „4” z przodu, to wina wysokiego deficytu finansów publicznych, który zbliża się do 7% PKB, a dług publiczny zmierza w kierunku 60% PKB. Choć w perspektywie najbliższych 2-3 lat nie powinno to wywołać poważnych turbulencji, stanowi to istotne, długoterminowe ryzyko. Bardzo ważny dla kształtu rynku jest debiut nowych obligacji skarbowych zmiennokuponowych, których oprocentowanie zależy nie od WIBORu, ale od wskaźnika POLSTR. MF sprzedało w ostatnim tygodniu października po raz pierwszy obligacje skarbowe serii NZ0928. Resort uplasował papiery za 1,9 mld zł, zaspokajając cały zgłaszany przez inwestorów popyt. Na rynku amerykańskim, FED, jeśli wierzyć kontraktom na stopę, obniży o 25 pb stopy (10.12 decyzja). Słabnący rynek pracy w USA, ośmielił inwestorów, którzy spodziewają się aż 100 pb obniżek w następnym roku. To powinien być asumpt do wzrostu cen obligacji amerykańskich. Patrząc na rynek instrumentów dłużnych bardzo globalnie, ciekawa wydaje się inwestycja w obligacje Japonii. Ich rentowność w kończącym się roku szła mocno w górę, ale jeśli reformy pierwszej w historii Pani Premier Sanae Takaichi zaczną przynosić gospodarcze efekty, możemy tu mieć ponadprzeciętne wzrosty cen.

OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW:

Surowce

Prezes Głapiński doczekał się wielu przeżabawnych memów ze sobą w roli głównej i jeśli RPP popełniała błędy (czekanie z obniżkami stóp na wynik wyborów prezydenckich), to był ich twarzą. Jakoś nikt nie spieszy z kwiatami i medalami, a przecież oparcie rezerw na złocie, okazało się niebagatelnym sukcesem. Nic nie zmienia się dla oceny potencjału wzrostowego metali szlachetnych. Banki centralne krajów nazywanych „wschodzącymi” kupują złoto. Państwa G7 od 2022 roku zamroziły około 300 miliardów dolarów rosyjskich aktywów państwowych i badają sposoby wykorzystania tych środków do wsparcia Ukrainy. Posunięcie G7 wywołało silną reakcję banków centralnych, które zwiększają zakupy złota do rekordowych poziomów. Tendencja ta wynika z chęci odejścia od dolara amerykańskiego i ograniczenia narażenia na aktywa mogące podlegać sankcjom lub zajęciu. W październiku bank centralny kupił ponad 15,5 ton złota. Wartość złota w posiadaniu NBP wyniosła na koniec października ponad 251,4 mld zł, a więc była o prawie 22,4 mld zł większa niż na koniec września. W przeliczeniu na dolary wartość złota w posiadaniu NBP wyniosła na koniec października ponad 68,4 mld dolarów (wzrost o ponad 5,3 mld dolarów w stosunku do końca września), a w przeliczeniu na euro prawie 59,1 mld euro (wzrost o ponad 5,4 mld euro). Stronę popytową na rynku złota mamy więc zapewnioną. To co może wyhamować logarytmiczny tegoroczny wzrost to strona podaźowa. Geolodzy, pracując nad czymś, co może zrewolucjonizować dostęp do złota. Chiny dokonały odkryć mogących zmienić układ sił na globalnym rynku surowców. Złóże Dadonggou w północno-wschodniej części Chin zostało oficjalnie potwierdzone jako największe tego typu odkrycie od 1949 roku. Według szacunków ministerstwa zasobów naturalnych, pokłady zawierają około 1444 ton czystego złota. Przy obecnych cenach rynkowych wartość tego znaleziska przekracza 166 miliardów euro. Z innych surowców warto zwrócić uwagę na miedź. UBS oczekuje wzrostu cen, wskazując na ograniczenie podaży spowodowane ciągłymi zakłóceniami w kopalniach oraz silny, długoterminowy popyt wynikający z elektryfikacji i inwestycji w czystą energię. Bank podwyższył swoje prognozy cen miedzi i obecnie zakłada, że do marca 2026 roku ceny osiągną 11500 dolarów za tonę metryczną, a do końca następnego roku wzrosną do 13000 dolarów. Udała się prognoza dla ceny ropy z poprzedniego miesiąca i pozostaje aktualna. Ropa pozostaje pod presją z powodu oczekiwań nadwyżki podaży. Produkcja spoza OPEC+, szczególnie ze Stanów Zjednoczonych, Brazylii i Gujany, nadal rośnie, podczas gdy światowy wzrost popytu jest powolny. Najnowsze dane rządu USA pokazały niespodziewany wzrost zapasów ropy w magazynach komercyjnych, co dodatkowo wzmacnia poczucie nierównowagi rynkowej. Niektóre prognozy wskazują, że nadwyżka może znacznie się powiększyć w 2026 roku, potencjalnie dalej obniżając ceny. Czynniki geopolityczne również wpływają na rynek. Potencjalne porozumienie pokojowe mogłoby doprowadzić do złagodzenia sankcji na eksport rosyjskich surowców energetycznych, co wprowadziłoby znaczną dodatkową podaż na już przepełniony rynek. Ewentualny wzrost rosyjskiego eksportu prawdopodobnie jednak potrzebowałby czasu, aby się zmaterializować.

Waluty

Rosnące prawdopodobieństwo grudniowej obniżki stóp w USA powinno deprecjonować dolara. Pakiet danych z USA obejmujący przede wszystkim inflację produkcyjną oraz sprzedaż detaliczną walczyły o szanse na obniżkę zwiększając. Ceny producentów wrosły w skali roku o 2,7%. Rezerwa Federalna wołałaby niższą dynamikę, ale obecny odczyt nie jest też dramatycznie wysoki. Sprzedaż detaliczna w ujęciu miesięcznym wzrosła jedynie o 0,2%, wyraźnie poniżej oczekiwań na poziomie 0,4%. O ile słabsze dane o dochodach mogą zostać zignorowane, o tyle ograniczanie wydatków przez amerykańskich konsumentów jest już realnym problemem. Polski złoty, ze swoją dwugroszową zmiennością, pozostaje nieciekawym dla spekulujących na Forex i chwalony przez długoterminowych inwestorów za swoją stabilność. W listopadzie znów nieudanie atakował poziom 4,22 zł, po raz kolejny próbując ustanowić najwyższy poziom od kwietnia. Krajowej walucie sprzyja sytuacja na rynkach globalnych – dolar osłabia się względem euro, co powoduje napływ kapitału na Stary Kontynent. Umocnienie widać również na fornicie i czeskiej koronie, co potwierdza, że mamy do czynienia przede wszystkim z wpływem czynników globalnych. Dane makro szerzej omówione w komentarzu dla akcji bardzo złotego wspierają. Obserwujemy praktycznie same dobre odczyty – wyjątkiem pozostają wynagrodzenia i zatrudnienie, czyli dane, które z perspektywy pracowników interesują nas najbardziej. Rozstrzygająca dla grudniowych notowań okaże się decyzja RPP (3.12). WIBOR spada, co może sugerować, że rynek przygotowuje się do obniżki. Taki ruch mógłby krótkoterminowo osłabić złote. Mówimy jednak raczej o niewiele znaczącym przeziębieniu, które można wyleczyć mlekiem z miodem i czosnkiem, a nie o zapaleniu płuc. W dłuższym terminie: makro, konsumpcja KPO, będzie mile ogrzewać kurs złotego.



Marcin Lau

Główny Analityk Phinance S.A.

Powyższy komentarz nie jest rekomendacją w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z 19 października 2005 roku. Został on sporządzony w celach informacyjnych i nie powinien stanowić podstawy do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Ani autor ich opracowania, ani Phinance S.A., nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie informacji zawartych w niniejszym komentarzu. Kopiowanie bądź powielanie niniejszego opracowania bez podania źródła jest niezgodne z prawem.

Komentarz wyraża wiedzę oraz poglądy autora według stanu na dzień sporządzenia. Został on sporządzony z rzetelnością i starannością przy zachowaniu zasad metodologicznej poprawności, na podstawie ogólnodostępnych informacji, uznanych przez autora za wiarygodne.

Inwestycja w fundusze inwestycyjne jest obciążona wieloma czynnikami ryzyka np. między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju i międzynarodową, określonym stanem prawnym i możliwością jego zmian, a także tendencjami zachodzącymi w innych segmentach rynku finansowego (m.in. rynki walutowe, stopy procentowe) czy towarowego.

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.

Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej zalecane jest zapoznanie się z prospektem informacyjnym danego funduszu oraz kluczowymi informacjami dla inwestorów lub z analogicznym dokumentem, opisującym ryzyka związane z inwestowaniem w dany instrument finansowy.

Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego komentarza lub jego części bez pisemnej zgody Phinance S.A. jest zabronione.



KONTAKT



Grzegorz Kaliszuk

Dyrektor Departamentu Produktów Inwestycyjnych

Kom: +48 600 241 457

Mail: grzegorz.kaliszuk@phinance.pl



Marcin Lau

Główny analityk Phinance S.A.
Makler papierów wartościowych nr licencji 1740

Kom: +48 666 011 113

Mail: marcin.lau@phinance.pl