

KOMENTARZ RYNKOWY

02/2026



OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW:

Akcje

Polska jako tygrys Europy to już nie tylko wdzięcznie brzmiące hasło, ale mierzona danymi makro nasza codzienność. Coraz śmielej należy patrzeć w kierunku nieosiągalnego dla innych krajów UE – 4 procentowego wzrostu PKB. Nie do przecenienia dla realizacji tego ambitnego celu jest napływ europejskich funduszy. Nie wdając się w dywagacje: z jakiej transzy, w jakim celu – a cytując suchy fakt, stwierdzić należy, że z tytułu KPO do Polski napłynęło w styczniu 9,5 mld euro. Nie powinny więc dziwić, przerwane, póki co małą korektą, rekordy na GPW. Można jedynie zachodzić w głowę, że dopiero teraz kapitał zagraniczny na wyścigi doważa swoje portfele polskimi akcjami. Nie negując amerykańskiej w tej kwestii proponderancji, można spojrzeć na roczny bilans norweskiego państwowego funduszu majątkowego (Norges Bank Investment Management). Na koniec 2025r. ten norweski rządowy fundusz emerytalny, miał w portfelu akcje 74 spółek notowanych na GPW, wartych łącznie 2,28 mld USD. Co jeszcze ciekawsze, wartość aktywów funduszu wzrosła o 91,8 procent licząc rok do roku! Naturalnie, za wzrost odpowiada nie tylko znakomity ubiegły rok, ale także jest to efekt dokupowania akcji. W taki oto sposób hossy na GPW wpływa na jakość (ilość?) trunków pitych przez norweskich emerytów w afrykańskich kurortach. Kontynuując norweski wątek, warto zwrócić uwagę na informację, wedle której kraj ten zakupił pociski rakietowe warte ok. 19 mld koron (7 mld zł), które będą wyprodukowane nie gdzie indziej, ale w Polsce! Nie wszystko w naszej miodom i mlekiem płynącej krainie idzie jak z płatka. Przewidywana w poprzednich komentarzach opieszałość przy wprowadzaniu OKI (Osobiste Konta Inwestycyjne) powoduje, że coraz bardziej realnym staje się scenariusz, że wystartują one blisko maksymalnych poziomów notowań akcji, co spowoduje zamiast trwałej zachęty kolejny trwały despekt. Najpoważniejszym ryzykiem dla polskiego rynku akcji jest przewidywany koniec hossy w USA. W przypadku spółek amerykańskich, zadziwiająca jest odporność na olbrzymie wzrosty kosztów związanych z zakupem niezbędnych w wielu branżach metali. Osiągnięcie przez S&P 500 poziomu 7000 punktów na otwarciu sesji 28 stycznia odzwierciedla utrzymujący się entuzjazm inwestorów wobec sztucznej inteligencji oraz silne oczekiwania dotyczące nadchodzących wyników Big Tech. Indeks Nasdaq znajduje się także przy historycznie wysokich poziomach. Analiza raportów Microsoft, Meta, Tesli czy Apple, póki co wskazuje, że gigantyczne nakłady na sztuczną inteligencję przekładają się na namacalny wzrost przychodów i poprawę marż. Przy jakich poziomach cen surowców zaczną spółki technologiczne pogarszać wyniki? Odpowiedź na to pytanie być może jest odpowiedzią o koniec trwającej już długo hossy.

Obligacje

Jak na to co działo się na rynku surowców w styczniu, rynek amerykańskich obligacji zachowuje się niezwykle spokojnie. Jeśli banki centralne wielu krajów zmieniają strukturę swoich rezerw kupując złoto, to czego nie kupują? Nie kupują amerykańskich obligacji. Ustabilizowanie ceny złota po spektakularnym spadku w ostatnim dniu miesiąca albo jej dalsze obniżanie się może powstrzymać dalszy spadek cen amerykańskich obligacji. Kto wie, czy następny kryzys nie zacznie się właśnie w tym punkcie. Kto bowiem sfinansuje olbrzymi amerykański dług? Jak uczy nas historia finansów, najpewniej ktoś inny niż sami Amerykanie, ewentualnie ktoś współ z nimi (tak jak to było w 2007 roku). Fed utrzymał w styczniu stopy procentowe na niezmienionym poziomie. Najważniejsza zmiana w komunikacie publikowanym wraz z decyzją to ocena sytuacji gospodarczej przez FOMC, którą nie określa się już jako umiarkowaną, ale solidną. Opis sytuacji na rynku pracy nie podkreśla już spowolnienia dynamiki zatrudnienia i wzrostu stopy bezrobocia, ale ich stabilizację. Również w przypadku inflacji komunikat nie mówi już o wzroście, lecz o stabilizacji na lekko podwyższonym poziomie. Komunikat ma taki wydźwięk, że rynek nadal wycenia, że do końca roku stopy procentowe w USA zostaną obniżone jeszcze o około 50 pb. Czy to nie będzie za mało dla prezydenta Trumpa? W Polsce odwrotnie, mamy powolne spadki rentowności obligacji stafo kuponowych (wzrosty cen) przekładające się na znakomity początek roku dla funduszy zbudowanych z obligacji długoterminowych. Jeszcze lepiej zachowywały się długie obligacje WZ (wieloletnie zmiennokuponowe). Wdrażana na krajowym rynku pieniężnym, reforma wskaźnika, od którego zależy oprocentowanie obligacji zmiennokuponowych (POLSTR zastępuje WIBOR), póki co wspiera ceny tych, których podaż jest i będzie ograniczana (WZ oparte o WIBOR). Na polskim rynku skarbówek, póki co wygrywa wizja, wedle której deficyt jest mniej straszny niż doskonała sytuacja gospodarcza mierzona inflacją i wzrostem PKB. Znamienna była aukcja Ministerstwa Finansów z końcówki miesiąca, gdzie przy podaży na poziomie 12 mld odnotowano aż 21,4 mld popytu! Niewiele wskazuje więc na to, żeby dobra koniunktura na tym rynku miała się przedko zmienić. Na samym początku lutego (3-4.02) dostaniemy decyzję RPP, która może przyspieszyć marsz w kierunku „czwórki z przodu” na rentowności obligacji benchmarkowej 10-letniej, albo trochę go opóźnić. Przy tak niskiej polskiej inflacji zjazd w kierunku 3,5% dla stopy referencyjnej wydaje się nieunikniony. I tylko prof. Joanna Tyrowicz swoimi propozycjami podwyżek stóp, potrafi srogą zimę uczynić mocno weselszą.

OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW:

Surowce

W latach 70-tych XX wieku cena złota wyrażona w USD wzrosła z 35,4 USD do 850 USD w styczniu 1980 roku. 24-krotny wzrost dolarowych notowań złota był reakcją na upadek systemu z Bretton Woods i wprowadzenie modelu petrodolara oraz płynnych kursów walut fiducjarnych. Czyli walut niemających pokrycia w niczym materialnym i bazujących wyłącznie na wierze w ich wartość oraz państwowy przymus ich stosowania. Przez parę lat miarą spadku zaufania do monstrualnie zadłużonych banków centralnych drukujących pieniądź było zamienianie tegoż pieniądza na kryptowaluty. Obecnie jesteśmy świadkami rekonstrukcji bilansów banków centralnych i budowania ich na złocie. Prym wiedzie...Narodowy Bank Polski. Od zeszłego roku polskie rezerwy złota przewyższają rezerwy Europejskiego Banku Centralnego (EBC) wynoszące 506 ton. A na początku roku Zarząd NBP podjął decyzję o zwiększeniu rezerw do 700 ton. Ma to być sygnał siły narodowej. Dla porównania niemiecki Bundesbank jako drugi co do wielkości posiadacz rezerw złota po amerykańskiej Rezerwie Federalnej, dysponuje 3350 tonami. W raportach analitycznych zwykle otrzymujemy standardowy zestaw powodów, dla których złoto drożeje. Ruszyli detaliści (potężny napływ gotówki do ETF-ów), chęć zabezpieczenia się przed ryzykiem geopolitycznym czy wreszcie lęk przed powrotem wysokiej inflacji w związku z końcem kadencji Powella...Dominującym powodem według mnie jest jednak popyt banków centralnych w tym będącym liderem popytu na początku 2026 roku NBP. Co niestety prognozowanie czy spadek w ostatnim dniu miesiąca wyraźnie poniżej 5000USD za uncję to tylko korekta, czy próba zejścia na 4500USD za uncję czyni bardzo trudnym. Można by oddać srebra rodowe za odpowiedź na pytanie do jakiej ceny Prezes Glapiński jest gotów kupować. Srebro poszybowało na horrendalne poziomy. Światowy wyścig po metale ziem rzadkich, w który wkomponowano ten metal, powoduje nie tylko zmiany na mapie świata, ale w końcu spowodowałby konsekwencje widoczne albo w inflacji, albo w wyraźnym wyhamowaniu zysków liderów technologicznej rewolucji połączonej z końcem hossy. Ostatnia ewentualność to kilkudziesięcioprocentowy spadek ceny.

Waluty

„Bardzo miły, uprzejmy i delikatny dla krajów na całym świecie”, jak powiedział o sobie prezydent Trump, dąży świadomie czy nie, do osłabienia dolara. Amerykańska waluta i tak pozostaje zaskakująco mocna jak na dezynwolturę prezydenta i globalną dedolaryzację wynikającą z przebudowy struktury rezerw banków centralnych a także odejścia od rozliczania handlu ropą w dolarze. Po 2022 roku reżim petrodolara zaczął upadać, a handel rosyjską ropą odbywa się teraz głównie w chińskim juanie i indyjskiej rupii. Dolar amerykański, mimo że w poprzednim roku stracił prawie 10% wobec innych głównych walut powinien kontynuować trend spadkowy. Indeks dolara niedawno spadł do najniższego poziomu od czterech lat. Spowodowało to znaczny wzrost aktywności hedgingowej, który może stworzyć strukturalny problem pojemności dla systemu finansowego. Według UBS, wzrost współczynnika zabezpieczenia o pięć punktów procentowych u wszystkich zagranicznych posiadaczy amerykańskich aktywów, oznaczałby sprzedaż dolarów o wartości około 1,5 bln USD! Wydaje się, że póki co kotwicą dla dolara jest FOMC, bo nie tylko Powell, który nie ugina się przed obelgami prezydenta. 10 z 12 członków tego gremium głosowało za pozostawieniem stóp bez zmian, co uspokoiło USD. Strach pomyśleć co działo by się jak do wymienionych na wstępie podstawowych powodów deprecjonujących USD, doszłoby uzależnienie amerykańskiego banku centralnego od kaprysów prezydenta. Czy nie przypomina to wariantu tureckiego? Możliwe jest krótkotrwałe odbicie dolara, szerszy trend wskazuje jednak na potencjalnie głębszy spadek. Wiemy już, że to Kevin Warsh zostanie nowym szefem Rezerwy Federalnej. Zastąpi on Jerome'a Powella, którego kadencja na tym stanowisku wygasa w maju. I mimo, że Wall Street wierzy, że to najlepszy z wymienianych kandydatów w sensie niezależnego kursu FED, to nominacja ta przyspieszyła spadek kryptowalut. Po osiągnięciu w połowie stycznia 98000 dolarów BTC runął na poziomy widziane ostatnio w kwietniu 2025 roku. Impulsem do tak dotkliwej przeceny jest impas w procesie uchwalenia amerykańskiej ustawy regulującej strukturę rynku kryptowalut (CLARITY Act). Młotek narysowany na wykresie dziennym, dotkliwa korekta wycen metali szlachetnych może jednak bitcoinowi pomóc.



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