

KOMENTARZ RYNKOWY

03/2026



OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW:

Akcje

Nieodżałowany Bohdan Smoleń śpiewał w kabarecie: „Amerykańska gra, jednemu weźmie, drugiemu da”. „Vibe Coding” przeraził akcjonariuszy największych na świecie producentów oprogramowania. Inwestorzy obawiają się, że ten nowy instrument informatyczny z wielką siłą uderzy w firmy IT. Niezwykle ułatwia on zdolność tworzenia kodów źródłowych za pomocą AI. Skrajni pesymiści twierdzą, że w ten sposób sztuczna inteligencja może pozbawić pracy całą branżę, a tak naprawdę także wiele innych firm, na zasadzie przewracających się kolejno kostek domina. Łękości przed nowymi możliwościami AI przypisywać można przecenę akcji takich dostawców oprogramowania jak Microsoft, Oracle, Palantir, SAP i Salesforce. Narzędzia sztucznej inteligencji oferowane światu przez startupy takie jak OpenAI czy Anthropic dalej mogą być grane jako zagrożenie dla firm logistycznych, finansowych, doradczych, zarządzających aktywami, dla producentów gier komputerowych, a także dla rynku nieruchomości komercyjnych. Z drugiej strony mamy beneficjentów rewolucji spod sztandaru AI. Oszłamiające wyniki Nvidii powinny znacząco uspokoić rynek i pchać liderów na nowe szczyty. Nvidia generuje obecnie ponad 91 proc. swoich przychodów z segmentu centrów danych, co czyni ją kluczowym graczem w rozwoju infrastruktury AI na świecie. Zysk na akcję w czwartym kwartale wyniósł 1,62 dol., przewyższając prognozy analityków, które zakładały 1,53 dol. Przychody koncernu wzrosły o 73 proc., osiągając 68,13 mld dol., podczas gdy rynek spodziewał się wyniku na poziomie 66,21 mld dol. Nvidia prognozuje, że w pierwszym kwartale roku fiskalnego jej przychody wyniosą 78 mld dol., co również przewyższa oczekiwania analityków, którzy szacowali je na 72,6 mld dol. Pomimo sukcesów Nvidii, inne czołowe spółki technologiczne, określane mianem „siedmiu wspaniałych”, nie notują już tak spektakularnych wzrostów. Powodem są obawy inwestorów dotyczące nadmiernych wydatków na rozwój AI, które w dużej mierze trafiają jednak na konto Nvidii, będącej głównym dostawcą cipów dla tej branży. Analitycy Goldman Sachs zwrócili uwagę na fakt, że w pierwszym tygodniu lutego krótkie pozycje zajmowane przez fundusze hedgingowe przewyższały pozycje długie w stosunku 2:1. Co więcej, wartość krótkich pozycji na amerykańskim rynku akcji przewyższała wartość pozycji długich przez cztery tygodnie z rzędu. Najchętniej obstawiano spadki cen spółek z branży IT. Zlecenia kupna przeważały jedynie w przypadku producentów mikroprocesorów i sprzętu do ich wytwarzania. Inny wielki bank amerykański – JP Morgan, zwraca uwagę, że obecne wyceny spółek z branży oprogramowania są tak niskie, że obrazują nierealistyczny scenariusz szkód wyrządzonych przez AI, a to z kolei może być punktem wyjścia do poprawy notowań. Tak więc przecena akcji spółek software'owych otworzyła atrakcyjne punkty wejścia. Impet firm wprowadzających sztuczną inteligencję utrzymuje się na wysokim poziomie, podczas gdy akcje spółek wykorzystujących AI wydają się niedowartościowane. Rynek amerykański wydaje się więc być w miejscu, z którego łatwo skoczyć na wyższe poziomy. Argumenty za polskimi akcjami artykułowane w poprzednich komentarzach pozostają w mocy. Doskonałe otoczenie makro plus zbliżający się dużymi krokami sezon rekordowych dywidend daje asumpt do ataków szczytowych. Amerykański mainstream pełny jest hasła „AI Scare Trade”, które dobrze obrazuje poszukiwanie branż czy firm, które mogą stać się ofiarami AI. Kto wie, czy wśród ofiar nie znajdują się analitycy piszący komentarze ekonomiczne.

Obligacje

Zapowiadana w poprzednim komentarzu zmiana z „5” na „4” z przodu przy rentowności dziesięcioletniej polskiej obligacji stałokuponowej stała się faktem. Minister Domański ocenił, że to dowód zainteresowania polskimi obligacjami inwestorów zagranicznych. Wydaje się jednak, że znacznie bardziej prawdopodobne jest, że to efekt nadpłynności polskich banków. Banki komercyjne stały się głównym graczem na rynku polskiego długu już jakiś czas temu, a ich zaangażowanie stale rośnie. Wartość obligacji Skarbu Państwa w ich portfelach na koniec 2025 r. sięgnęła niemal 700 mld zł. To o około 164 mld zł, czyli nawet 30 proc., więcej niż na koniec 2024 r. Szybko rośnie udział papierów skarbowych w bilansach banków. Według szacunków ZBP obecnie stanowią one już ok. 20 proc. aktywów sektora (nie licząc obligacji emitentów innych gwarantowanych przez SP), podczas gdy rok wcześniej było to wyraźnie poniżej 20 proc., a w latach 2016–2019 średnio 15–17 proc. I to właśnie ten coraz większy udział rządowego długu zaczyna niepokoić regulatorów rynku. Zwracał na to uwagę także jeden z zarządzających podczas „Debaty Inwestycyjnej PHINANCE”. Zainteresowanie tematem zarówno ze strony KNF, NBP, ZBP i debatujących na debacie PHINANCE, może budzić niepokój czy banki nie kupują zbyt dużo rządowych obligacji, balansując w ten sposób na granicy ryzyka systemowego – i czy istnieje możliwość, że tę granicę przekroczą. A przecież potrzeby pożyczkowe budżetu państwa są ogromne i w tym roku na rynek trafi kolejne ponad 400 mld zł papierów SP, z czego banki mogą nabyć nawet połowę! Póki co jednak skarbowki są świetnym interesem, bo pomocną dłoń wyciąga RPP, która w marcu zapewne obniży stopy. Pytanie raczej jest o ile obniży, a nie czy w ogóle. Będzie to efekt szerokiej zgody co do deflacyjnego trendu. Inflacja HICP wyniosła w Polsce w styczniu 2,5% r/r, oczko niżej niż w grudniu ub.r. To najniższy odczyt od listopada 2019 r. Inflacja bazowa HICP pozostała trzeci miesiąc na 2,2% r/r. Największe zagrożenie dla rynku obligacji skarbowych stanowi deficyt budżetowy. Nie sposób więc pominąć także tu dobrych danych dotyczących bilansu budżetowego 2025. Wynik (-275,6 mld zł), okazał się lepszy od planu o 13,1 mld zł. Pozyskane dochody stanowią 94,0% planowanej kwoty, a wydatki wykonano w 94,4%. W samym grudniu saldo budżetu wyniosło -30,7 mld zł tak samo jak w 2022 r. i dużo lepiej niż w 2023 (-42,9 mld zł) i 2024 r. (-69,1 mld zł). Mimo to, Rada Fiskalna oceniła, że skala nierównowagi budżetowej jest tak duża, że konsolidacja musi obejmować wiele rozwiązań po stronie wydatkowej i dochodowej. Rada Fiskalna podzieliła w tej kwestii stanowisko Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Jeżeli Polska chce utrzymać obecny poziom wydatków publicznych, konieczne będzie trwałe zwiększenie dochodów publicznych; alternatywnie, przy ograniczonej akceptacji społecznej i politycznej dla wzrostu obciążeń podatkowych, konieczna będzie redukcja wydatków publicznych. W roku 2027 będzie to według mnie niemożliwe.

OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW:

Surowce

Kolejny miesiąc, kolejny sukces. Wchodząc na wiele stron poświęconych tematyce finansowej, nie można nie trafić na wymowną reklamę NBP głoszącą złotymi zgłoskami: „Mamy już 550 ton złota”. Można odnieść wrażenie, że złoto i srebro znajdują się w niekończącej się hossie. W przypadku złota popyt banków centralnych jest na tyle duży, że póki co nic nie jest w stanie zepchnąć ceny złota poniżej 5000 USD za uncję. Srebro konsumowane w dużych ilościach przez rewolucję technologiczną, też nie chce spaść, podążając już nie tak śpiesznie do swoich wydawało się abstrakcyjnie wysokich poziomów z początku roku. Nadejdzie jednak dzień, w którym NBP i inne banki w końcu się złotem nasycą. Obyśmy byli w stanie te góry złota udźwignąć. Jeśli prawdą jest, że pogłoski o śmierci dolara są przesadzone, to koniec hossy kiedyś w końcu nastąpi, a złoto straci swój blask. 2026 to rok, w którym mieliśmy mieć najwyższą podaż na rynku ropy naftowej od 2020 roku. Międzynarodowa Agencja Energetyczna wskazywała, że nadpodaż może wynosić nawet od 3 do 4 mln baryłek na dzień. Teoretycznie więc, przy tak dużej nadpodaży cena ropy naftowej powinna znajdować się bliżej 50 USD za baryłkę niż 60 USD. Biorąc pod uwagę kwestie premii geopolitycznej, cena pozostaje jednak dość wysoko. Być może szalę przeważa OPEC+, który bardzo mocno podnosił produkcję przez niemal cały ubiegły rok i rozważa dalsze podniesienie produkcji od kwietnia 2026 r. Warto zwrócić uwagę na porozumienie handlowe pomiędzy USA oraz Indiami. Teoretycznie porozumienie prowadzi do tego, że Indie mają zrezygnować w pełni z zakupów ropy rosyjskiej, co teoretycznie może oznaczać, że na rynku pojawi się dodatkowa podaż ze strony Rosji, która nie będzie możliwa do skonsumowania ze strony większości krajów ze względu na obowiązujące sankcje. Teoretycznie ta sytuacja dodaje do premii geopolitycznej, która realizuje się w tym momencie na rynku ropy naftowej.

Waluty

Złotówka mogłaby spaść w przypadku znaczących obniżek stóp. Ewentualnym odważniejszym decyzjom RPP sprzyjają dane makro. Wzrost stopy bezrobocia do 6% wobec 5,4% rok wcześniej, nie jest dziełem statystycznego przypadku i rzeczywiście świadczy o słabości rynku pracy, to też najwyższy poziom od popandemicznego 2021 roku. Dane uzupełnił też niższy od prognoz wzrost wynagrodzeń, który prof. Adam Glapiński ostatnio wskazywał jako główne ryzyko dla presji inflacyjnej w Polsce. To, że już tak dynamicznie nie rosną nasze wynagrodzenia, może boleć konsumentów, ale zdejmując z Rady Polityki Pieniężnej jeden z głównych hamulców obniżek stóp procentowych. Obniżki stóp mogą wesprzeć odbicie na parze USD/PLN, dla której sufitem jednak jest ewentualne testowanie wykładniczej 200-sesyjnej średniej w okolicach 3,65. Atak nawet na ten poziom nie będzie łatwy, bo rosną roszczenia inwestorów dotyczące obniżek stóp także w USA. Nie wykluczone przecież, że Kevin Warsh od maja przystąpi do realizacji życzeń Prezydenta Trumpa, przynajmniej tych dotyczących stopy procentowej. Odwrotnie niż w przypadku metali szlachetnych, które atakują szczyty, kryptowaluty uklepują dno. Cena złota powyżej 5000 USD, prowadzi do sytuacji, w której opłacalne staje się wydobywanie z trudnodostępnych złóż. Na zasadzie analogii, na rynku BTC mamy kryzys wydobywczy. Średni koszt wydobywania jednego Bitcoina szacuje się bowiem na około 80 000 dol., co przy obecnych cenach rynkowych sprawia, że kopanie stało się dla wielu firm nierentowne. Część "kopalni" Bitcoina może więc sprzedawać swoje rezerwy, by pokryć koszty operacyjne, co dodatkowo zwiększa podaż na rynku. Analitycy wskazują również, że niektóre firmy mogą zmieniać model działania i wykorzystywać moc obliczeniową do AI (sztucznej inteligencji), aby ratować zyski. Moi ulubieni Youtuberzy wskazują jednak, że o ile wśród drobnych inwestorów dominują słabe nastroje (luty był piątym z rzędu miesiącem spadkowym), to tzw. wieloryby (czyli najzamożniejsi inwestorzy) mogą przygotowywać się do zwiększonej akumulacji, wykorzystując przecenę.


 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 1790

Kom: +48 666 011 113

Mail: marcin.lau@phinance.pl