

KOMENTARZ RYNKOWY

05/2026



OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW:

Akcje

Zwycięzca bierze wszystko. Nvidia osiągnęła rekordową kapitalizację przekraczającą 5 bln dolarów, a jej akcje znajdują się na historycznie wysokim poziomie ciągnąc amerykańskie indeksy (Nasdaq wzrósł w kwietniu o 15 proc., mierząc do najlepszego miesiąca od 2020 roku). Firma, która stała się fundamentem globalnej infrastruktury AI, wysforowała się na lidera pokoleniowej hossy, a z jej technologii korzystają twórcy modeli, tacy jak OpenAI czy Anthropic. Inwestorzy zwiększają zaangażowanie w spółki związane z AI, licząc na dobre wyniki największych firm technologicznych, a szum odpływającego kapitału słychać w Warszawie. Majowe notowania i nowe kolejne rekordy ściśle zależą od wyników kolejnych gigantów technologicznych. Już dziś, ostatniego dnia kwietnia, wyniki finansowe pokażą m.in. Meta, Amazon, Microsoft, Alphabet i Apple. Sama Nvidia przedstawi wyniki dopiero 20 maja i warto dzień ten zaznaczyć raczej zielonym, a nie czerwonym kółeczkiem w kalendarzu. Inwestorzy liczą, że potwierdzą one utrzymujący się boom na AI. Inwestujący w amerykańskie akcje oczekują nie tylko pobicia prognoz, ale realnych dowodów na monetyzację AI, wzrost w chmurze i utrzymanie rentowności przy rosnących kosztach. Rynki kupują każdy dotek licząc na kolejne ustępstwa w geopolityce. Póki co, pełna ignorancja ceny ropy powyżej 100 USD czy zamkniętego Ormuzu. Nie bardzo sprawdza się predykcja, wedle której blokada cieśniny może zagrozić technologicznym gigantom ze względu na dostęp do rzadkich surowców. Zagrożone są dostawy helu i bromu – surowców absolutnie kluczowych w procesie wytwarzania półprzewodników. Choć giganci tacy jak TSMC i SK Hynix uspokajają, że posiadają zapasy, długotrwałe przestoje w Katarze i Izraelu mogą uderzyć w rynek układów pamięci i wyhamować rozwój infrastruktury AI. Póki co jednak, hossa w USA trwa i jak to ze szczytami bywa, trudno prognozować poziomy cenowe do których mierzą amerykańskie indeksy. Ponieważ globalna inwestycyjna kołdra została pociągnięta w stronę amerykańskich gigantów, to spod kołdry wystają stopy polskich inwestorów. Nic przyjemnego, ale może to już ostatnie wiosenne przymrozki? Polskie spółki przecież, realizują scenariusz założony w ustawie budżetowej, wedle którego niemal każdy dzień przynosi informacje o sówitej dywidendzie. Do złotych polskich banków w materii dywidend (ErstePL 49,98 zł DY 7,86%; Alior 8,93 zł DY 7,18%; INGBSK 26,71 zł DY 5,68%, PKOBP 6,14 zł DY 6,23%) dołączył ORLEN SA. Zarząd paliwowego giganta z orłem w logo, ostatniego dnia kwietnia poinformował, że zarekomendował zwyczajnemu walnemu zgromadzeniu spółki, wypłatę dywidendy z zysku za 2025 r. w wysokości 8 zł na akcję, czyli 9,3 mld zł. Jeśli propozycja zarządu zostanie przyjęta (obstawiam, że zostanie), będzie to rekordowo hojna dywidenda. Niestety rekordowy rok dobiegnie końca, a inwestorzy po wzięciu dywidend zaczną dyskontować następne wyniki finansowe. Zysk netto sektora bankowego po dwóch miesiącach 2026 r. wyniósł niecałe 6,1 mld zł, czyli spadł wyraźnie, bo o 25 proc. rok do roku – wynika z najnowszych danych Narodowego Banku Polskiego. To jednocześnie o 17 proc. mniej niż w analogicznym okresie 2024 r. i 1 proc. mniej niż w 2023 r. Efektywna stopa podatkowa (podatek w stosunku do zysku brutto), po dwóch miesiącach 2026 r. wynosi około 39 proc. w porównaniu do 25 proc. rok temu. Rząd szacował, że w pierwszym roku podwyżka CIT dla kredytodawców zapewni budżetowi państwa dodatkowe 6,5 mld zł. Odbędzie się to kosztem przyszłych dywidend.

Obligacje

Wojna uderza w globalną gospodarkę nakładającymi się na siebie falami: najpierw poprzez wysokie ceny energii, potem wysokie ceny żywności i wreszcie poprzez wysoką inflację, która winduje stopy procentowe i zwiększa koszty kredytów. Trwa licytacja, o ile w wyniku trwającego konfliktu z Iranem, ceny energii wzrosną w tym roku. Szacunki Banku Światowego mówią o 24 proc. i to pod warunkiem, że najpoważniejsze zakłócenia zakończą się w maju. Jeśli jednak dojdzie do eskalacji, skutki mogą być znacznie dotkliwsze. W tej sytuacji pogrom na obligacjach skarbowych o stałym oprocentowaniu stał się faktem. Tylko wyraźna zmiana trendu, na którą się nie zanosz, mogłaby wyraźnie pomóc stałym kuponom. Maj przyniesie zmianę na stanowisku szefa Fed. W piśmie nożnej, zmianę trenera określa się często metaforycznie „nową miotłą”. I często w efekcie następuje poprawa wyników. Czy podobny efekt, tyle że na rynku stopy, przyniesie objęcie stanowiska przez Kevina Warscha...? Można z różnymi decyzjami i słowami Powella zgadzać się bardziej albo mniej, ale trzeba przyznać, że stał twardo na straży niezależności Fed, która jest coraz mocniej podkopwana. Według głównego stratega rynkowego Philipa Blancato z Osaic, obniżka stóp procentowych nie będzie w najbliższej przyszłości możliwa, jeśli PCE utrzyma się na względnie stabilnym poziomie, zwłaszcza że najnowsze dane dotyczące zamówień na dobra trwałe „potwierdzają, że naprawdę nie warto obniżać stóp w obecnych warunkach, ponieważ jesteśmy na progu fazy wzrostu”. Wszystko wskazuje na to, że wchodzimy w kolejny miesiąc strachu przed inflacją. Kosztowna polska ścieżka utrzymania cen paliw wywiera dodatkową presję na ceny obligacji, bo z całą pewnością sytuacji budżetowej nie pomaga. W 2025 roku deficyt fiskalny w relacji do PKB wśród wszystkich krajów UE wyniósł 7,3% PKB i gorzej wypada tylko Rumunia. Czy ktoś pamięta jeszcze greckie kłopoty...? Grecja odnotowała 1,2%... nadwyżki budżetowej. Delikatnie więc mówiąc, klimatu dla powrotu hossy na obligacjach nie ma, ale prawie 6% rentowności dziesięciolatki to raczej przesada.

OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW:

Surowce

USA idą w gospodarczą blokadę Iranu, za co cenę zapłaci cały zachodni świat. Zupełnie realna staje się więc cena 120 USD za baryłkę ropy, lub nawet wyżej, jeżeli Teheran zacznie grać kartą drugiej cieśniny Bab al-Mandab. Inną drogę niż proponowaną przez polski rząd pod postacią CPN, wybrał rząd Norwegii. Będą kluczowym dostawcą energii dla Europy Norwegia posiada strategiczne rezerwy paliw pokrywające zaledwie 20 dni zapotrzebowania. Zapasy są ponad czterokrotnie mniejsze niż w sąsiedniej Szwecji czy Finlandii, które dysponują rezerwami na 90 dni. Premier Jonas Gahr Støre powiedział, że rząd rozważa powszechne wprowadzenie pracy zdalnej, by zmniejszyć mobilność obywateli i zredukować popyt na paliwa transportowe. W najnowszym raporcie Commodity Markets Outlook, Bank Światowy przedstawił pesymistyczne prognozy dotyczące rynku towarów. W scenariuszu bazowym średnia cena baryłki w 2026 r. wyniesie 86 dol. (wobec 69 dol. w 2025 r.), a w scenariuszu pesymistycznym cena może skoczyć do 115 dol., jeśli instalacje naftowe ulegną dalszym zniszczeniom, a eksport nie zostanie szybko przywrócony. Święto Pracy Zjednoczone Emiraty Arabskie postanowiły obejść w specyficzny sposób. Wystąpieniem z OPEC. To kluczowy moment dla kartelu naftowego. Ruch ten wynika z długoletnich sporów o limity wydobycia, które zdaniem ZEA ograniczały możliwość wykorzystania dużych inwestycji poczynionych w celu zwiększenia mocy produkcyjnych. Po opuszczeniu grupy ZEA nie będą już związane wspólnymi porozumieniami dotyczącymi wydobycia i będą mogły ustalać własne poziomy produkcji w oparciu o interesy narodowe i warunki rynkowe. Decyzja odzwierciedla strategiczny zwrot ZEA, które chcą szybciej spieniężyć swoje rezerwy ropy i zdywersyfikować gospodarkę. Ten krok może osłabić spójność OPEC oraz jego wpływ na światowy rynek ropy, ponieważ ZEA należą do nielicznych członków dysponujących znacznymi wolnymi mocami produkcyjnymi. Analitycy zauważają, że wyjście może zwiększyć zmienność rynku, ponieważ Arabia Saudyjska pozostanie głównym członkiem zdolnym do zarządzania zakłóceniami podaży. Spekulowanie złotem przez banki centralne staje się faktem. Banque de France wygenerował znaczący zysk, wykorzystując operacje sprzedaży i odkupienia (!) części własnych zasobów kruszcu. Według oficjalnego raportu, to właśnie te operacje rynkowe pozwoliły na wykazanie dodatnich wyników finansowych, co wprost przełożyło się na stabilność budżetową kraju. Bank Francji przeprowadził operację modernizacji zasobów (sprzedaż i odkup 129 ton złota), co wygenerowało ok. 11 mld euro zysku (ok. 48 mld zł). Pozwoliło to bankowi pokryć straty i wykazać zysk netto za 2025 r. w wysokości 8,1 mld euro. Większość analityków zakłada, że trend jest niezagrożony, a to co obserwujemy to tylko zdrowa korekta, po której zrealizują się jednak zakładane na początku roku grubo wyższe poziomy cenowe. Można odnieść wrażenie, że słuchamy lekarza, który mówi pacjentowi: „Pańskie palce właśnie odpadły, ale to tylko cykliczna zmiana struktury dłoni, fundamenty ręki pozostają nienaruszone”.

Waluty

Jesteśmy w środku konfliktu zbrojnego, który zaburzył podaż kluczowych surowców i wywołuje poważne impulsy inflacyjne. Taki układ jest najgorszym z możliwych dla władz monetarnych, ponieważ podnoszenie stóp w takim przypadku może doprowadzić do stagflacji (wysoka inflacja przy nikłym wzroście gospodarczym). Równocześnie bankierzy centralni nie mogą nie odnieść się do wzrostu dynamiki cen, bo muszą przeciwdziałać procesowi odnotowania oczekiwań inflacyjnych. Na jakiś impuls czeka dolar, który od miesiąca utknął w lokalnej, ok. 1-centowej konsolidacji, EUR/USD jest kwotowany w pobliżu punktu równowagi, czyli oscyluje wokół 1,17 USD. Pewne napięcie i (jeszcze spokojne) zmniejszenie ekspozycji na ryzyko jest już widoczne w podejściu do walut EM, co uderza także w złotego. Może (ale nie musi) być to sygnał, że globalny kapitał rzeczywiście szykuje amunicję pod wzmocnienie dolara. Odwrotne sygnały generuje analiza techniczna. Ostatnie dwa miesiące to budowa formacji podwójnego dna. Aktualna korekta aprecjacyjna dolara, w teorii tej formacji powinna być przystankiem przed powrotem do ruchu zwyżkowego (deprecjacja dolara). Prawdopodobieństwo tego scenariusza rośnie, gdy zauważymy, że korekta została właśnie zatrzymana na istotnym wsparciu w postaci 200-sesyjnej średniej. Jeżeli kurs EUR/USD rzeczywiście powróci na ścieżkę północną, to opory czekają na niego najpierw w okolicy 1,183 USD, czyli poziomu, który już dwukrotnie w ostatnich tygodniach skutecznie odegrał taką rolę, a wcześniej także dwa razy w zeszłym roku. Pokonanie tego rejonu będzie sygnałem do ataku najpierw na lutowe szczyty przy 1,193 USD, a następnie na kilkuletnie maksimum ze stycznia niewiele poniżej 1,21 USD.



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