



KOMENTARZ RYNKOWY

10/2026



OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW:

Akcje

W komentarzu napisanym miesiąc temu, czyli na parę tygodni przed meczem Szwecja – Polska, zaryzykowałem, piłkarską metaforę wedle której dziury w obronie polskiej kadry, straszą jak wykres WIG20. Katastrofalne błędy w obronie skończyły się kolejnym laniem, „po którym trzeba wyciągnąć wnioski” (jak ja mam dość tego sformułowania w odniesieniu do polskiej kadry!). WIG20 póki co jednak, broni się znacznie lepiej. Oby nie jak reprezentacja piłkarska, tylko w pierwszej połowie...Czy drogę notowaniom polskiego indeksu może wyznaczyć XU100 (indeks giełdy tureckiej)? Władze w Turcji nakazały likwidację ponad 130 funduszy inwestycyjnych, które nie były w stanie wypłacić pieniędzy inwestorom. Przełożyło się to na 14-procentowy spadek w jeden miesiąc i poważnie zmniejszyło – do zaledwie 11 procent stopę zwrotu liczoną od początku roku. A zaczęło się od...decyzji administracyjnych. Tamtejsze urzędy nadzorujące rynek walczyły z problemem funduszy inwestycyjnych, które ulokowały pieniądze w spółkach trudnych do szybkiego sprzedania. Dlatego wprowadziły limity pod koniec sierpnia, co zmusiło fundusze do próby upłynnienia trudno sprzedawalnych aktywów. Wiele funduszy nie było w stanie na bieżąco realizować wypłat dla klientów, co doprowadziło do jeszcze większego zawirowania na rynku. Bańka pękła. Sytuacja po kilku dniach gwałtownych spadków ustabilizowała się i według większości analityków nie ma dużego ryzyka rozłania się tych spadków po pozostałych rynkach. Stracą na nim głównie drobni inwestorzy, którzy ulokowali oszczędności w tureckich funduszach. Turecka Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, poinformowała w oświadczeniu, powołując się na dane centralnego depozytu papierów wartościowych, że liczba indywidualnych inwestorów dotkniętych sytuacją wyniosła 455 tys. 758. W sumie z giełdy w ciągu pierwszych dni krachu wyparowała równowartość ponad 18 mld dol. Struktura inwestorów na polskiej giełdzie, raczej wyklucza ryzyko rozprzestrzenienia się „tureckiego wirusa”. My musimy bać się odwrotu amerykańskich pieniędzy, zainwestowanych przez banki inwestycyjne. W tym kontekście cieszy rekordowa wartość aktywów zgromadzonych w PPK (do czego i Phinance przyłożył rękę): 57,79mld. Możliwość wystąpienia podwójnego szczytu, który byłby zapowiedzią spadków na polskiej giełdzie, równoważy perspektywa OKI. Trudno jednak oprzeć się wrażeniu, że pozycja trenera Urbana, jak i notowania giełdowych indeksów są coraz bardziej zagrożone.

Obligacje

Obniżka ratingu, którą zaserwowała Polsce agencja Moody's, nie stała się przyczynkiem do natychmiastowych działań w zakresie naprawy stanu finansów publicznych, a wywołała raczej refleksje typu wzruszenie ramionami czy pobłażliwy uśmiech. Zupełnie jak reakcja trenera na porażkę prowadzonej przez niego kadry. Nie chcąc w każdym comiesięcznym komentarzu katować tematu deficytu, trudnej kohabitacji rządu z prezydentem, potrzeb pożyczkowych państwa – mógłbym spuentować komentarz dotyczący rynku obligacji słowami: bez zmian. Do niezmiennącego się obrazu (bo jakże miałby się zmienić w końcówce roku po którym przyjdzie rok wyborczy?), domalować można rosnące koszty obsługi zadłużenia. Koszty obsługi długu w 2027 roku mają wynieść 107 mld zł, czyli o 17 mld zł więcej niż w roku bieżącym! Nawet Minister Domański przyznał, że to „istotny wzrost”. Na wzrost kosztów obsługi długu w 2027r. składają się dwa elementy. Po pierwsze, wzrost łącznego wolumenu długu. Po drugie, wśród obligacji już wyemitowanych, maleje udział papierów emitowanych w 2020 i 2021 roku, przy zerowych lub bardzo niskich stopach procentowych. Refinansowanie będzie odbywać się po coraz wyższych stopach. Mało pocieszający dla inwestorów, którzy zainwestowali gremialnie w fundusze z dużym ryzykiem stopy procentowej na początku roku, jest fakt, że spadki cen obligacji to problem globalny. Polityka administracji amerykańskiej (eufemizm mający zastąpić odpowiedzialność wiadomego, we własnym mniemaniu najlepszego prezydenta w historii USA), doprowadziła do krachu na rynku obligacji amerykańskich w związku z widmem inflacji i (o dziwo!) niezależnością FED, który chciał nie chciał, wszedł w cykl podwyżek stóp procentowych. Podwyżka 16 września 2026 r. o 25 pb do przedziału 3,75–4,00%, była pierwszą od lipca 2023 roku. Rynek już nie pyta czy FED zachowa niezależność i będzie podwyższał, tylko do jakiego poziomu będzie szedł. Głównym wydarzeniem na Wall Street będzie wrześniowy raport o zatrudnieniu w USA (tzw. raport payrolls), który zostanie opublikowany już w piątek (02.10). W centrum uwagi znajdzie się również kluczowy wskaźnik inflacji – deflator PCE, który poznamy dziś wieczorem (30.09). Najbardziej niebezpieczna dla rynku obligacji byłaby kombinacja wysokiego PCE i mocnego raportu z rynku pracy. Taki zestaw danych oznaczałby, że Fed mierzy się jednocześnie z uporczywą inflacją i gospodarką, która pozwala na dalsze podwyżki. W takiej sytuacji rentowności amerykańskich obligacji mogłaby ruszyć wyżej. Coraz więcej komentarzy wskazuje 6% jako poziom realny dla amerykańskiej 10-latki, jeśli tak by się stało, łagodnym wymiarem kary dla polskiej adekwatnej obligacji byłoby 7%. Dla polskich obligacji, w krótkim miesięcznym terminie, kołem ratunkowym mógłby być ogłoszony właśnie wstępny odczyt inflacji na poziomie 4%. To co prawda wyżej niż cel inflacyjny, ale niżej niż konsensus o jedną dziesiątą. Czasem ta jedna dziesiąta decyduje

OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW:

Surowce

Teza z poprzedniego komentarza dotycząca ceny złota nie tylko została potwierdzona, ale pozostaje aktualna. Rentowności obligacji na bardzo wysokich poziomach bowiem, mogą wydatnie szkodzić cenie złota. Już dawno temu wskazywałem, że powiązanie sytuacji geopolitycznej z ceną złota jest dość miłą. Znacznie bardziej wyraźnie widać korelację zmiany ceny z oczekiwaniami dotyczącymi przyszłych stóp procentowych. Widmo inflacji i FED, który ma związane ręce i obniżyć stóp nie będzie, na pewno jakiejś nadmiernej złotej hossie nie będą sprzyjać. Na drugiej szali mamy zakupy banków centralnych. Co przeważa? Jeśli prezydent Trump zorientuje się, że obecne ceny benzyny w USA, przybliżają porażkę republikanów w listopadowych wyborach, może chcieć wykorzystać chociażby rezerwy strategiczne tego surowca w celu zbitcia obecnych poziomów cenowych. Wtedy może dojść do kolejnej w tym roku zmiany nastawienia co do poziomu przyszłych stóp procentowych i w konsekwencji do powrotu tendencji wzrostowych na złocie. W innym przypadku będzie to bardzo trudne. Cena złota zrealizowała formację głowy z ramionami niemal co do centa za uncję, co potwierdza słuszność założenia, że także na tym rynku coraz większe znaczenie mają algorytmy podejmujące decyzje w oparciu o najbardziej rozpoznawalne formacje. Obecna cena ropy WTI, lekko powyżej 90 USD znajduje się dokładnie na linii trendu wzrostowego. Jeśli kurs złamie linię trendu, a także 15-dniową SMA (prostą średnią kroczącą), to będzie rość prawdopodobieństwo, że przed wyborami w USA zobaczymy cenę ropy poniżej 70 USD. Tymczasem ankieta przeprowadzona we wrześniu wśród 30 ekonomistów i analityków przewiduje, że ropa Brent będzie kosztować średnio 89,05 USD za baryłkę w 2026 roku, a ropa amerykańska 83,90 USD za baryłkę. Rynek jest coraz bardziej przekonany, iż pełne przywrócenie eksportu przez Cieśninę Ormuz pozostaje mało prawdopodobne w najbliższej przyszłości. Najlepszym sposobem, aby zbić cenę ropy jest podwyżka stóp procentowych w USA. Decyzję poznamy 28 października. Kto wie, czym sam prezydent nie pochwaliłby podwyżki (wycenianej dziś przez kontrakty na niecałe 50%), jeśli by cena ropy wydatnie spadła. Jeśli tak się nie stanie, konsekwencje przeniesienia się ceny ropy na wyższe poziomy, pocujemy już nie tylko tankując benzynę, ale także kupując bilety lotnicze. Bardzo malowniczo ujął to prezes Rayanaira Michael O'Leary: „Kierunek na przyszły rok jest jeden: droższa ropa, droższe paliwo, droższe bilety”. Na południu Iranu, w rejonie Pazan, odkryto znaczne ilości gazu. Rozwój projektu został na razie zahamowany ze względu na trwającą wojnę z USA. Odkryte złoża są olbrzymie. Specjaliści szacują je nawet na około 30 bln m3 surowca. To by dawało państwu temu pierwsze lub drugie miejsce pod tym względem (za lub przed Rosją). Zagadka: odkrycie to przybliży koniec agresji USA czy oddala?

Waluty

Polski złoty po ataku na 4,40 do EURO zszedł do poziomu 4,37 zł. Jeszcze kilka tygodni temu poziom ten wydawał się niemal nieosiągalnym celem wzrostów. Co spowodowało, że nasza waluta tak bardzo traciła na wartości? Przede wszystkim polityka monetarna. W Polsce podwyżki stóp procentowych cały czas stoją pod dużym znakiem zapytania. Polskimi amatorami filmu zawaładną „Lalka”. Niektórzy wolą wariację na temat książki Prusa, „netfixową” wersję z „Szuszu” i Sandrą Drzymalską, inni bliską oryginału z Dorocińskim i Nieradkiewicz. Moim faworytem jest serial z 1977 roku z Jerzym Kamasem i Małgorzatą Braunek. Jaką decyzję 7 października podejmie RPP pod przewodnictwem prof. Glapińskiego? Niech prawdopodobieństwo odgadnięcia tej decyzji zobrazuje cytaty z tej właśnie powieści: „We mnie jest dwu ludzi, jeden zupełnie rozsądny, drugi wariat. Który zaś zwycięży?”. Wiele państw – w tym strefa euro i USA, będących głównymi punktami odniesienia – podnosi stopy procentowe. Najlepszym przykładem Bank Australii, który jednogłośnie i zgodnie z oczekiwaniami ekonomistów dokonał już czwartej w tym roku podwyżki stóp procentowych. W rezultacie cena kredytu na antypodach osiągnęła najwyższy poziom od 2011 roku. Powoduje to, zgodnie z regułą dysparytetu stóp, że kapitał płynie do walut, których banki emitujące oferują wyższe stopy. Dodatkowo inwestorzy widzą rosnące potrzeby pożyczkowe naszego kraju, co nie przekłada się korzystnie na wartość złotego. Z drugiej strony słabnąca waluta i relatywnie tani kredyt to wymarzone warunki dla polskiej gospodarki. Może więc nie ma tego złego, co na dobre nie wyjdzie?



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