

SPOJRZENIE NA RYNEK

Materiał powstał we współpracy z:



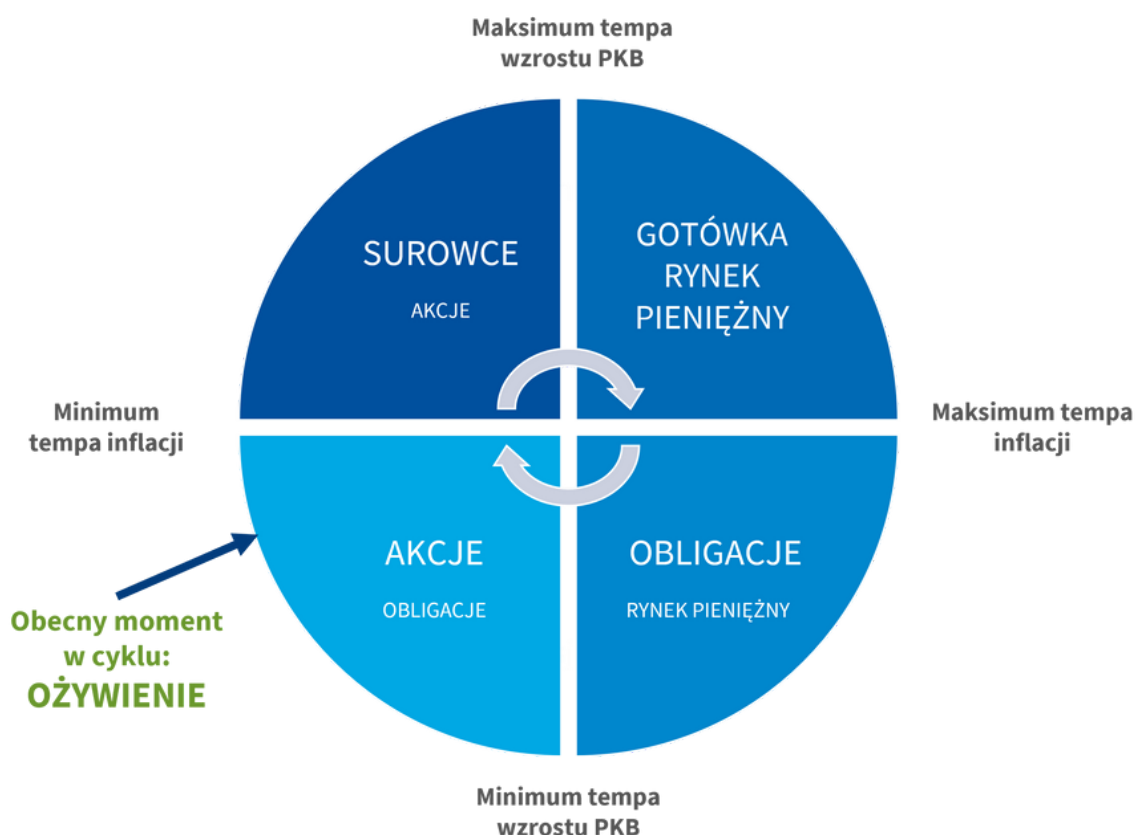
Przedstawiamy drugie z sześciu wydań drugiej serii opracowania analitycznego Domu Inwestycyjnego Xelion: „Spojrzenie na rynek”. To materiał przygotowany wspólnie z Partnerami Gold konferencji **Warsaw Investment Summit 2025** – nowego wydarzenia, które wnosi świeże spojrzenie na świat finansów.

Warsaw Investment Summit to wyjątkowe wydarzenie, które przyciąga liderów rynku, inwestorów i decydentów zainteresowanych pogłębianiem wiedzy oraz praktycznymi analizami dotyczącymi świata finansów.

OTOCZENIE MAKRO

CO WSKAZUJE ZEGAR CYKLU KONIUNKTURALNEGO DLA POLSKI?

Polska gospodarka pozostaje na ścieżce ożywienia. Co istotne dla inwestorów, w naszym kraju utrzymuje się gospodarczy „sweet spot”, tzn. tempo wzrostu jest solidne, a jednocześnie nie generuje presji inflacyjnej. Zgodnie z klasycznym zegarem cyklu alokacji aktywów jest to najlepszy czas dla akcji – i wciąż dobry dla obligacji.



Źródło: TFI PZU.

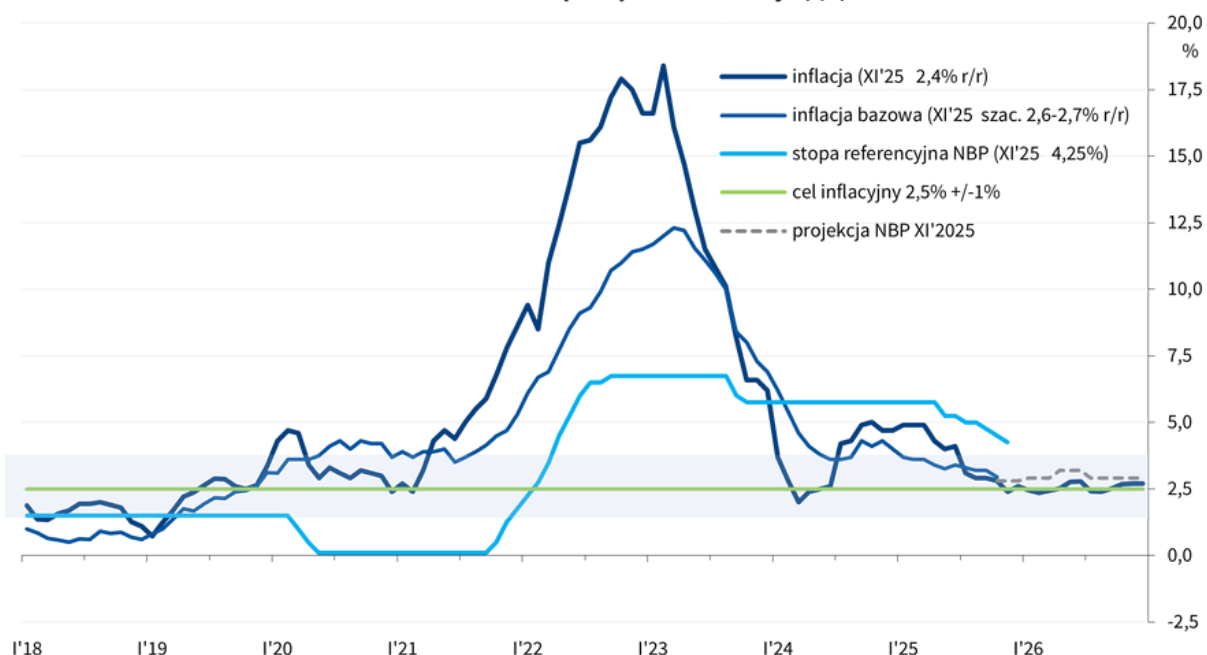
Wraz z upływem czasu polska gospodarka coraz bardziej się rozpędza. Z szybkiego szacunku Głównego Urzędu Statystycznego wynika, że w III kwartale 2025 r. urosła realnie o 3,8% r/r, czyli zauważalnie szybciej niż w pierwszych dwóch kwartałach. To najwyższy odczyt od trzeciego kwartału 2022 r., kiedy wygaszał efekt pocovidowego ożywienia. Polska gospodarka wykazuje się znaczną odpornością na niepewność wynikającą z sytuacji geopolitycznej oraz zmian w polityce gospodarczej i celnej USA.

Najnowsze dane wspierają prognozę analityków TFI PZU dotyczące dalszego przyspieszania krajowej gospodarki w końcu tego roku oraz solidnego rocznego tempa wzrostu PKB na poziomie 3,5-3,6% w latach 2025-2026. W tym i przyszłym roku Polska ma znaleźć się w czołówce najszybciej rosnących gospodarek europejskich – co pokazują raporty OECD i Międzynarodowego Funduszu Walutowego.

Ekspert z TFI PZU szacują, że głównym motorem tego wzrostu nadal będzie popyt krajowy, a szczególnie konsumpcja prywatna. Wydatki konsumentów powinny wciąż rosnąć w solidnym tempie, ale już nie szybciej niż w połowie tego roku. Dlaczego tak uważają? Przy utrzymującej się ostrożności gospodarstw domowych w wydawaniu pieniędzy (spora część dodatkowych środków przeznaczana jest na odbudowanie oszczędności „zjedzonych” przez wzrosty cen z ostatnich lat), na boom konsumpcyjny nie ma co liczyć. Poza tym dochody gospodarstw domowych, chociaż wciąż rosną szybko w ujęciu realnym, to ich realna dynamika będzie się obniżać w kolejnych kwartałach – przy spadku nominalnej dynamiki wynagrodzeń i jedynie symbolicznym spadku inflacji z obecnych poziomów. W kolejnych okresach powinna natomiast rosnąć rola inwestycji w środki trwałe, na tym etapie głównie w sektorze publicznym. Samorządy „planowały” wzrost inwestycji, a inwestycje kontraktowali zarządcy sieci drogowej i kolejowej. Postępuje też wykorzystanie funduszy unijnych i uruchamiane są środki z KPO.

Poprawie koniunktury w Polsce towarzyszy spadek inflacji CPI. W wakacje spadła do wartości niższych niż 3,0% i poniżej tej granicy powinna zakończyć rok. W listopadzie do najniższego poziomu od listopada 2019 r. spadła ponadto inflacja bazowa, tj. po wyłączeniu cen żywności i energii.

Polska - stopa repo NBP i inflacja (r/r)



Źródło: opracowanie własne TFI PZU, dane NBP, GUS.

W 2026 r. TFI PZU prognozuje dalsze obniżanie się inflacji konsumenckiej (CPI) po jej lekkim wzroście w końcu tego roku - i jej ponowne dojście w okolice środka celu inflacyjnego NBP, czyli 2,5%. Czynniki ograniczające wzrost inflacji bazowej nie zmieniają się - to mocny kurs PLN i schłodzenie na rynku pracy. Ograniczeniu presji inflacyjnej sprzyjają i będą sprzyjać mniejsze podwyżki płacy minimalnej oraz w „budżetówce”, a także dalsze obniżanie dynamiki wynagrodzeń w firmach, które powinno przyczyniać się do kontynuacji ograniczenia inflacji cen usług. Korzystnie na inflację w Polsce powinny oddziaływać też niska presja inflacyjna z otoczenia oraz wzmożony napływ towarów z Azji.

Środowisko spadającej inflacji stwarza przestrzeń do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej przez Radę Polityki Pieniężnej. Przy uwzględnieniu obecnych danych z gospodarki, na koniec 2026 r. możliwy jest spadek głównej stopy NBP do 3,50-3,75%.

JAK WYGLĄDA GLOBALNE OTOCZENIE GOSPODARCZE?

Na świecie w dalszym ciągu znajdujemy się w dezinflacyjnej fazie spowalniającego, ale solidnego wzrostu gospodarczego. Pozytywnie zaskakuje bieżąca aktywność światowej gospodarki, a lepsze dane z pierwszej połowy tego roku przyczyniły się do jesiennych rewizji w górę prognoz dla światowego PKB dla 2025 r. (MFW, OECD). W przyszłym roku tempo globalnego wzrostu gospodarczego ma się kształtować w okolicach 3%. Wspierająco na koniunkturę powinny działać bardziej ekspansywne działania fiskalne, m.in. w Chinach i Europie, w tym zwiększone nakłady na obronność

Wciąż aktualne są jednak ryzyka pogorszenia tempa wzrostu na świecie. Największe obawy są związane z ewentualnymi niekorzystnymi skutkami „tarć” w globalnym handlu (choć potencjalny wpływ cel jest obecnie oceniany jako mniej szkodliwy, niż wcześniej zakładano). Istnieją obawy, że wzrost gospodarczy obniży się w związku z ograniczeniem siły nabywczej konsumentów w USA, pogorszeniem skłonności do inwestowania przedsiębiorstw w otoczeniu wysokiej niepewności oraz napięciami geopolitycznymi. Inflacja na świecie spada, przy czym w USA pozostaje „lepka”, a niektóre działania amerykańskiej administracji (jak cła) mogą jeszcze ją podbić - choć raczej przejściowo.

OTOCZENIE MAKRO

Polskie obligacje skarbowe

Największy potencjał nadal widać w polskich obligacjach stałokuponowanych notowanych w TBSP.Index. Ekspert TFI PZU pozytywnie patrzy zwłaszcza na te o dłuższych terminach zapadalności.

Powinny je napędzać dwa silniki:



Perspektywa dalszych cięć stóp procentowych w Polsce

W 2025 r. Rada Polityki Pieniężnej zmniejszyła koszt pieniądza aż pięciokrotnie, łącznie o 150 punktów bazowych. Na listopadowym posiedzeniu główna stopa spadła do 4,25%.

Wraz z dalszym podążaniem inflacji w kierunku środka celu NBP można oczekiwać kolejnych obniżek stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej – a wraz z nimi spadku rentowności obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu notowanych na rynku. Im niższe rentowności obligacji, tym wyższe ich ceny.



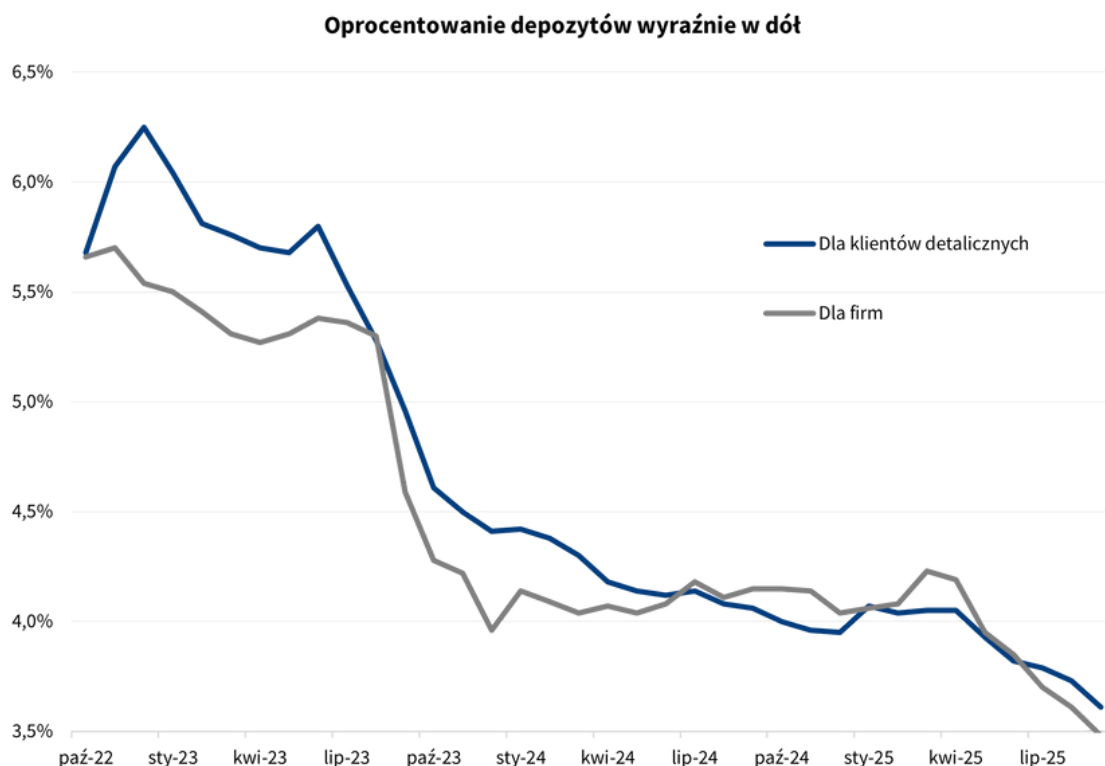
Atrakcyjna rentowność obligacji

W ostatnich miesiącach doszło do znacznego wzrostu premii terminowej i obecnie obligacje długoterminowe mają znacznie wyższą rentowność od obligacji krótkoterminowych. Tym samym posiadają „bufor” na wypadek nieprzewidzianego rozwoju wypadków, np. gdyby RPP z jakiegoś powodu nie obniżała stóp tak szybko albo tak głęboko, jak się tego oczekuje.



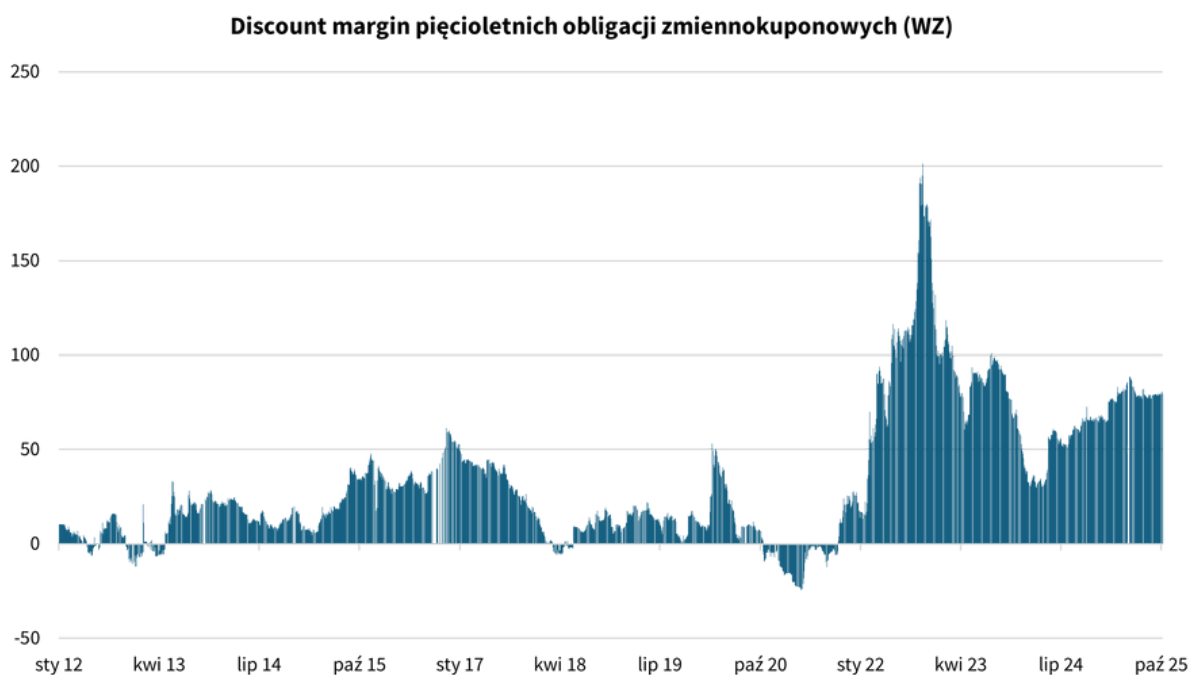
Źródło: opracowanie własne TFI PZU, dane Bloomberg.

Polskie obligacje krótkoterminowe w większym stopniu zdyskontowały już obniżki stóp procentowych (ostatnio ich rentowności spadły do najniższego poziomu od 2022 r.). Fundusze obligacji krótkoterminowych wciąż powinny jednak zapewniać ochronę przed inflacją i wyższy potencjał zysku niż lokaty bankowe – przy niższej zmienności.



Źródło: NBP, średnie oprocentowanie nowych i renegocjowanych depozytów dla gospodarstw domowych i firm; opracowanie TFI PZU

Fundusze obligacji krótkoterminowych, poza obligacjami o stałym kuponie, mogą poszukiwać zysków w różnych segmentach rynku. Cały czas atrakcyjnie wyglądają m.in. wybrane segmenty obligacji zmiennokuponowych (WZ), wspierane przez dużą nadpłynność w sektorze bankowym, wynikającą z dysproporcji pomiędzy wartością zgromadzonych depozytów i udzielonych kredytów. Spready do WIBOR przekraczają średnią za okres ostatnich kilkunastu lat.

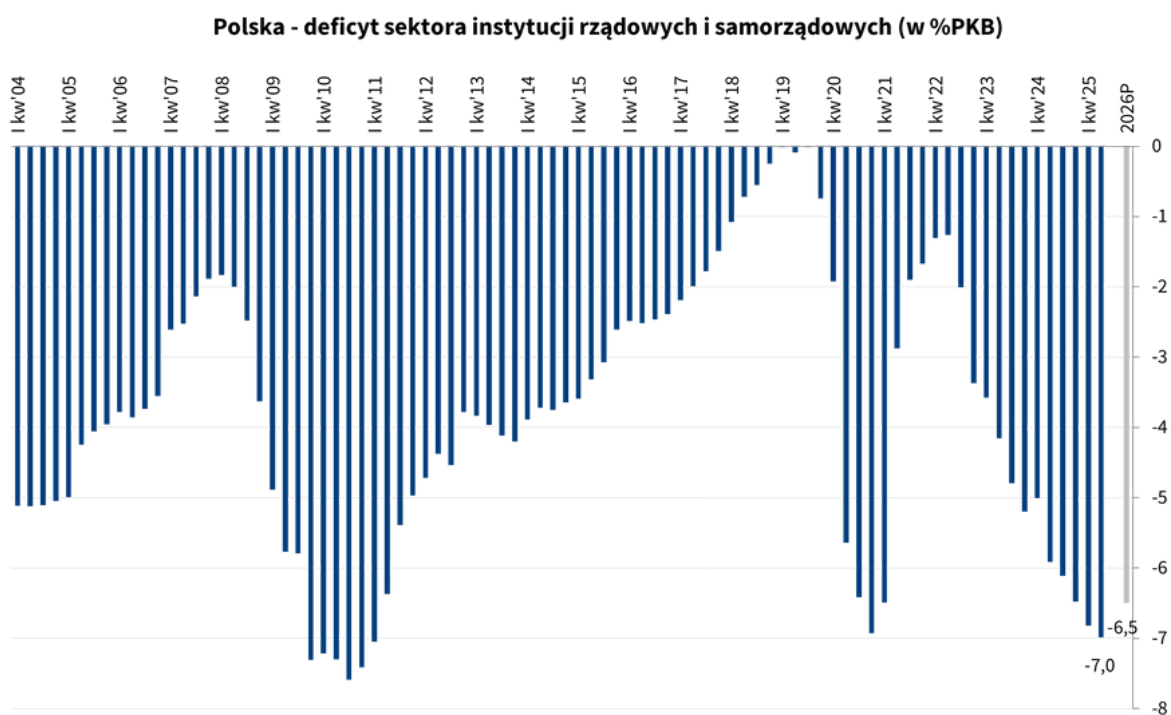


Źródło: opracowanie własne TFI PZU, dane Bloomberg.

Nieźłe zyski oferują też wybrane obligacje zagraniczne po przewalutowaniu na PLN. Kupując obligacje zagraniczne i zabezpieczając je do zapadalności kontraktem CIRS, można uzyskać atrakcyjny poziom spreadu do WIBOR. Pozwala to na uzyskanie dodatkowej stopy zwrotu, a przy okazji zdywersyfikowanie portfela.

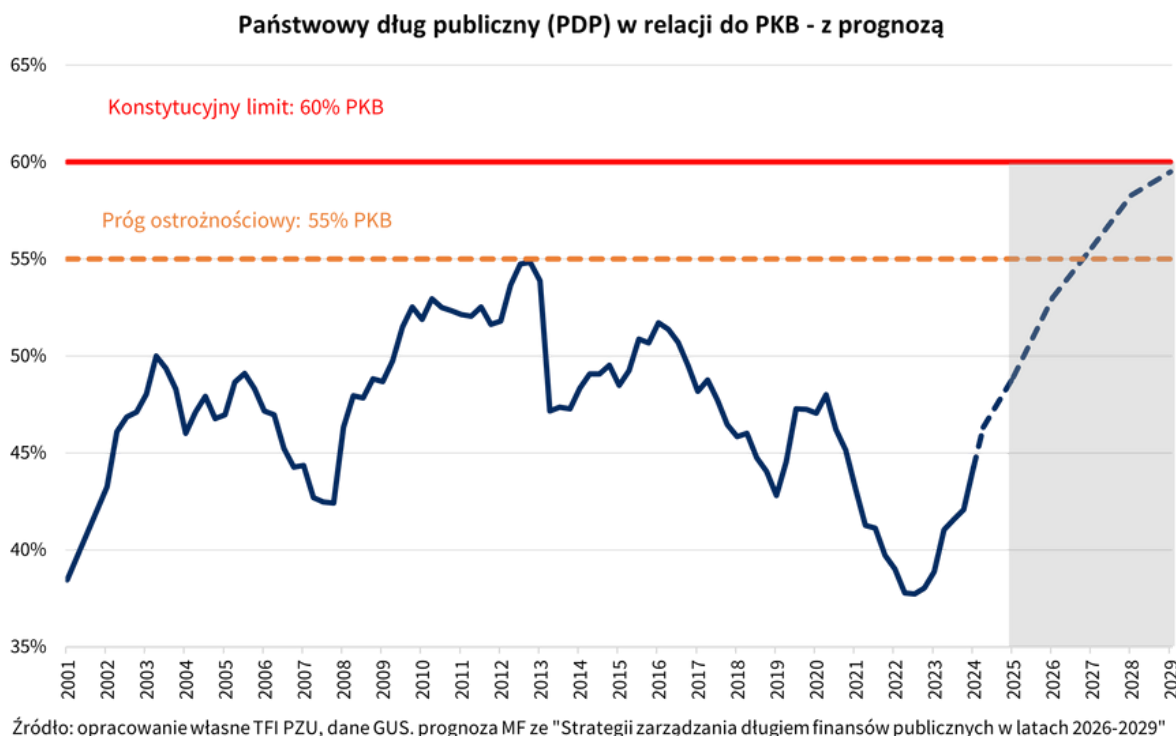
POTRZEBY POŻYCZKOWE VS. PERSPEKTYWY POLSKICH OBLIGACJI

Skalę potencjalnych zysków z polskich obligacji mogą ograniczać obawy inwestorów o rosnący dług publiczny Polski. Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych wzrośnie w bieżącym roku do około 7% PKB. W kolejnych latach powinien on jednak nieco się obniżyć. Rosnąć ma natomiast zadłużenie państwa.



Źródło: opracowanie własne TFI PZU, dane NBP, GUS.

Obecnie zadłużenie Polski w relacji do PKB (liczone według unijnej metodologii) znajduje się wyraźnie poniżej unijnej średniej, chociaż według najnowszych założeń przedstawionych przez MF w ciągu najbliższych czterech lat ma ono jednak stopniowo rosnąć: z 59,8% PKB w 2025 r. do 75,3% PKB w 2029 r. Liczony według krajowej metodologii państwowy dług publiczny (PDP) w relacji do PKB ma pozostać w horyzoncie strategii poniżej konstytucyjnego progu 60%. Wzrost długu publicznego w pobliże progu ostrożnościowego może jednak powodować zwiększoną podaż obligacji BGK („covidowych”), które nie wliczają się do państwowego długu publicznego.

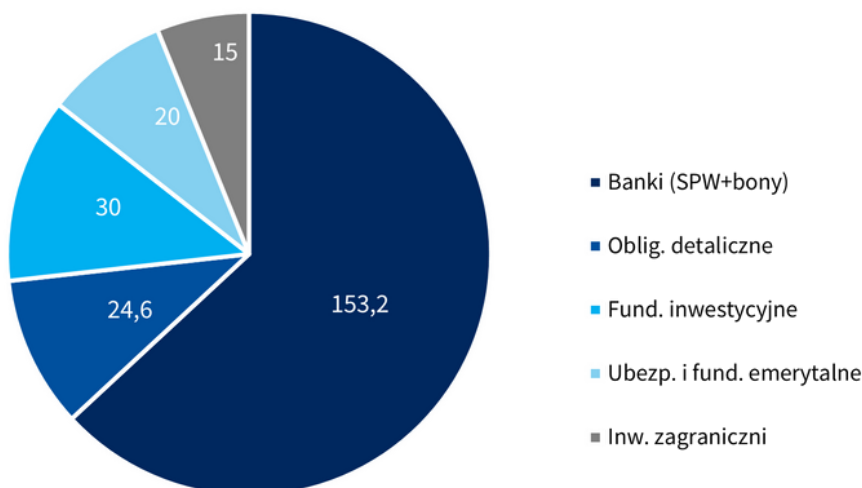


W obecnej sytuacji dużym atutem Polski jest duża, zdywersyfikowana i odporna gospodarka. Inwestorzy wyczekują przy tym zapowiadanych przez MF działań zmierzających do konsolidacji fiskalnej.

CHĘTNI NA OBLIGACJE SIĘ ZNAJDA

W 2026 r. potrzeby pożyczkowe netto Polski mają wzrosnąć względem tegorocznych, a spora część założonej przez rząd kwoty ma zostać sfinansowana z emisji skarbowych papierów wartościowych (SPW) na rynku krajowym. Emisje hurtowych obligacji stałokuponowych i zmiennokuponowych (na tym rynku operują fundusze inwestycyjne) mają być jednak o kilka miliardów złotych niższe niż w tym roku. A źródła popytu na polskie obligacje wyglądają solidnie. W skrócie: nie taki ten dług straszny, jak go malują.

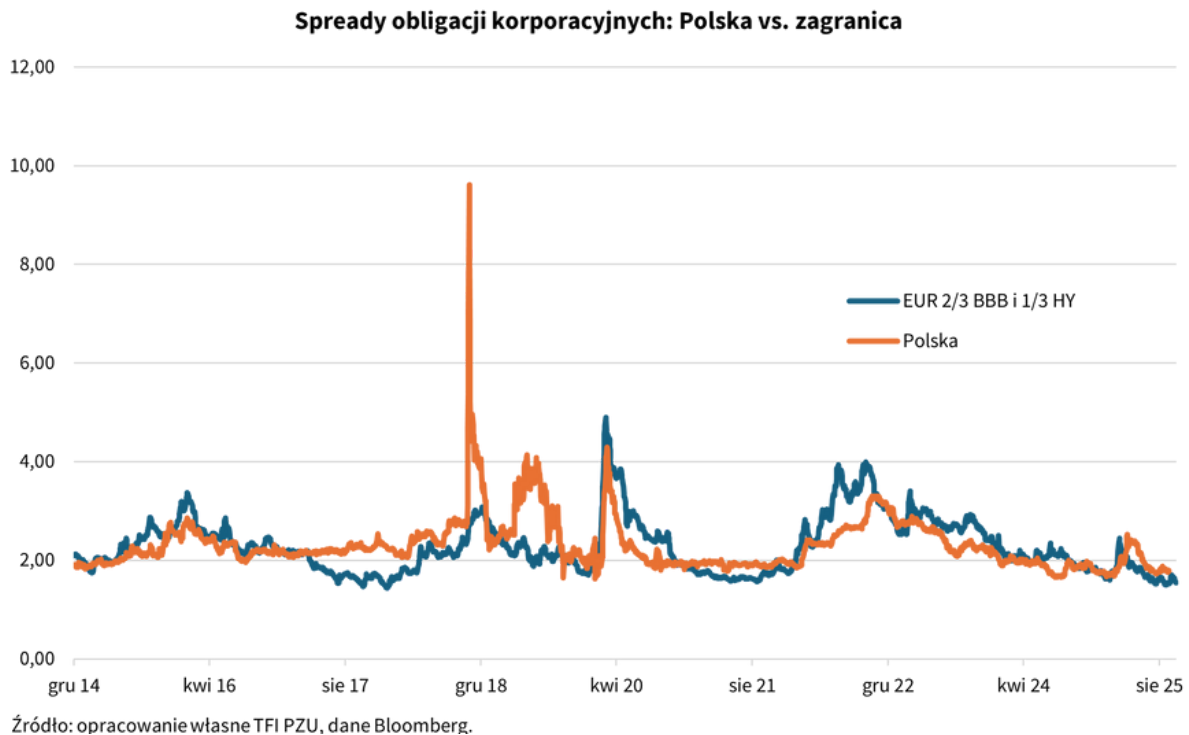
Prognozowany popyt na SPW w 2026 r. (w mld zł)



Źródło: prognoza Biuro Analiz Makroekonomicznych PZU, scenariusz bazowy.

Obligacje korporacyjne

Globalnie spready kredytowe, czyli premia żądana przez inwestorów w zamian za podjęcie ryzyka emitenta, spadły do historycznie niskim poziomów. To efekt znacznych napływów na rynek obligacji korporacyjnych, gdzie inwestorzy poszukiwali wyższej stopy zwrotu. Ten trend eksperci TFI PZU obserwują także w Polsce, gdzie marża rynkowa powyżej WIBOR-u spadła poniżej długoterminowej średniej na poziomie ok. 200 pb.

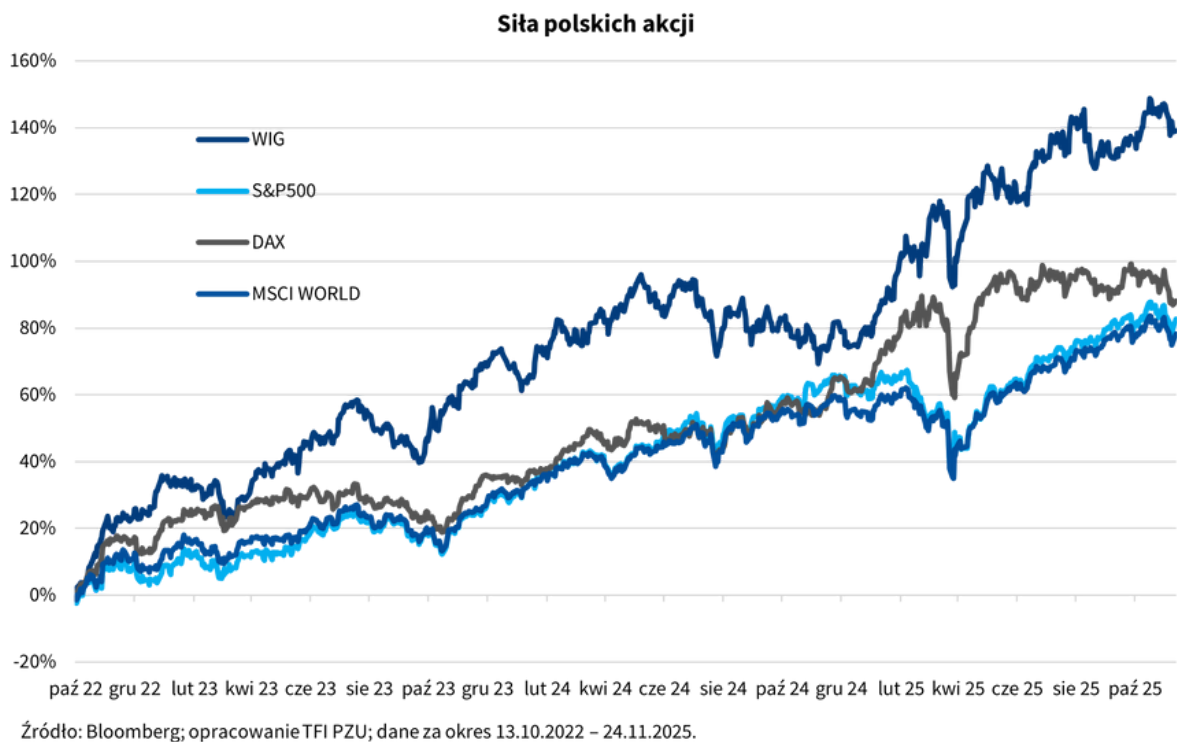


Moment w cyklu (ożywienie gospodarcze) wciąż jednak sprzyja obligacjom korporacyjnym. Brakuje jednocześnie powodów do nagłego, znaczącego rozszerzenia się spreadów kredytowych. W związku z tym eksperci TFI PZU uważają, że na rynku obligacji przedsiębiorstw – przy zachowaniu umiarkowanego poziomu ryzyka kredytowego i selektywnym podejściu – wciąż można znaleźć liczne okazje inwestycyjne.

SPOJRZENIE NA AKCJE

W połowie października minęły równo trzy lata od startu obecnej hossy na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie – jednej z najdłuższych w historii polskiego rynku kapitałowego. Na fali ruchu wzrostowego trwającego od jesieni 2022 r. praktycznie wszystkie główne indeksy krajowych akcji ustanowiły nowe rekordy wszech czasów – także WIG20, jeśli uwzględnić dochody z wypłaconych przez spółki dywidend.

W tym okresie WIG wypadł zdecydowanie lepiej od amerykańskiego S&P 500 (pomimo braku gorących spółek powiązanych z AI), jak i niemieckiego DAX. To pokłosie poszukiwania przez inwestorów zagranicznych atrakcyjnych rynków wschodzących, solidnych fundamentów gospodarczych, dobrych wyników krajowych spółek i relatywnie niskich wycen w porównaniu do innych giełd.

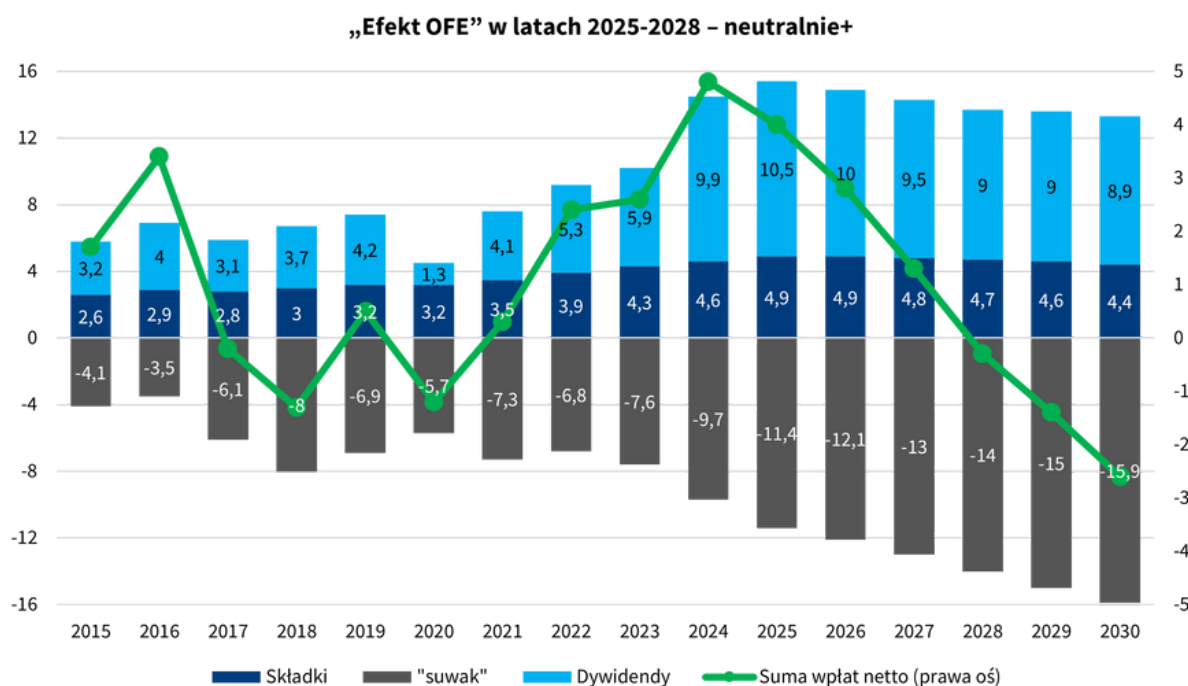


Czas trwania obecnej hossy na GPW sugeruje, że jest ona zaawansowana, jednak fundamenty dla polskich akcji pozostają solidne. Na tyle, że Polska niezmiennie jest „top pick” według ekspertów TFI PZU. Największe szanse identyfikują w segmencie małych i średnich spółek.

Kluczowe argumenty dla polskich akcji pozostają w mocy:

- **W 2026 r. oczekiwana jest dalsza poprawa wyników finansowych krajowych spółek notowanych na GPW.** Zysk wypracowany przez spółki z indeksów WIG20 (blue chipy) i mWIG40 (średnie spółki) ma wzrosnąć o kilka procent, do ok. 94 mld PLN – pozostając na prawie dwukrotnie wyższym poziomie niż dwa lata temu.
- **Polskie akcje pozostają relatywnie tanie.** Prognozowany wskaźnik cena/zysk dla indeksu WIG (P/E 12M forward) wynosi ok. 10, czyli znajduje się na poziomie wieloletniej średniej. W dalszym ciągu utrzymuje się – nieuzasadnione w naszej opinii – dyskonto wycenowe względem rynków zagranicznych.
- Prognozuje się, że w tym roku dywidendy od spółek notowanych na GPW urosną o 15%, a do akcjonariuszy trafi rekordowa kwota 44 mld PLN. **Według Bloomberg w przyszłym roku stopa dywidendy dla indeksu WIG ma się utrzymać na poziomie ok. 5%** – to więcej niż wynosi średnie oprocentowanie depozytów terminowych.

Od strony krajowego popytu na akcje z GPW na plus przemawia to, że dodatni bilans przepływów netto w OFE ma szanse utrzymać się aż do 2028 r. Według dostępnych analiz tak długo składki i prognozowane dywidendy z akcji powinny pokrywać odpływy wynikające z tzw. suwaka.



Źródło: Trigon DM; Strategia portfelowa lipiec 2025; opracowanie TFI PZU.

CO Z ZAGRANICZNYMI AKCJAMI?

Globalne rynki akcji w średnim terminie powinny być wspierane przez prognozowany dwucyfrowy wzrost zysków spółek (EPS) w 2026 r.

Obecnie lepsze perspektywy inwestycyjne eksperci TFI PZU dostrzegają w Stanach Zjednoczonych. W przyszłym roku zyski amerykańskich spółek mają wzrosnąć o 13,9% (z 12,0% w tym roku) – wspierając giełdowe indeksy. Motorem wzrostu w USA mają pozostać spółki technologiczne z Magnificent 7, ale poprawę powinny odnotować także spółki z szerokiego rynku (tzw. S&P 493). Kluczowymi wątkami do obserwacji pozostają działania mające na celu obronę marż przez spółki z Wall Street (oszczędności kosztowe, „pricing power”) – szczególnie w kontekście możliwego negatywnego wpływu ceł Trumpa na wyniki. W kontekście potencjału akcji z Wall Street warto obserwować m.in. siłę konsumenta na tle schładzającego się amerykańskiego rynku pracy.

Wzrosty na giełdach Starego Kontynentu utraciły impet z pierwszego półrocza, jednakże z czasem na europejskich giełdach jest szansa na odbicie. Punktem zwrotnym może być uruchomienie na większą skalę zapowiadanych wydatków infrastrukturalnych i zbrojeniowych („ReArm”) – szacuje się ich nawet dwu- lub trzykrotny wzrost w celu osiągnięcia progu 3,5% PKB. Europa przemysłem stoi, a nacisk na „europejski wkład” powinien wspierać wyniki finansowe lokalnych przedsiębiorstw z różnych sektorów gospodarki. W rezultacie w 2026 r. zyski europejskich spółek mogą wzrosnąć o 12,6% wobec ich oczekiwanej stagnacji w tym roku. To może dać impuls do wzrostów na giełdach.

Spojrzenie na rynek okiem Michała Poleszczuka, Analityka w Zespole Analiz i Doradztwa Inwestycyjnego, Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o.

Raport TFI PZU to przenikliwa i przekrojowa analiza globalnego i lokalnego otoczenia inwestycyjnego, z wyraźnym akcentem na rynek krajowy. Autorzy podkreślają korzystny moment cyklu, w którym solidny wzrost gospodarczy w połączeniu ze spadającą inflacją tworzy sprzyjające warunki dla polskiego rynku kapitałowego. Największą wartością publikacji jest umiejętne powiązanie prognoz makroekonomicznych, otoczenia inflacyjnego i oczekiwań dalszego łagodzenia polityki pieniężnej z praktycznymi wnioskami dotyczącymi alokacji aktywów. Część obligacyjna jest szczególnie użyteczna, ponieważ jasno wskazuje najbardziej atrakcyjne segmenty rynku. Dużą uwagę poświęcono również polskiemu rynkowi akcji, który, mimo zaawansowanego stadium hossy, autorzy wciąż określają jako swój „top pick”. Argumentacja opiera się na trzech filarach: solidnych fundamentach, atrakcyjnych wycenach w ujęciu relatywnym oraz wyjątkowej sile spółek dywidendowych. Zapoznanie się z przedstawionymi rozważaniami pozwala uzyskać spójny obraz bieżącego otoczenia inwestycyjnego i zdecydowanie polecamy raport naszym klientom.

Zastrzeżenia prawne:

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie (02-595) przy ul. Puławskiej 107, wpisany do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS: 000061809 („DI Xelion”). DI Xelion prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia udzielonego przez Komisję Nadzoru Finansowego i podlega nadzorowi tego organu. Wymagane przepisami prawa informacje o DI Xelion oraz świadczonych usługach, w tym o pełnej ofercie DI Xelion i pozostałych funduszach, ryzyku związanym z oferowanymi instrumentami finansowymi udostępniane są na stronie internetowej www.xelion.pl lub przed rozpoczęciem świadczenia usługi.

Niniejsze opracowanie:

- zostało sporządzone w celu informacyjnym oraz promocyjnym;
- jest udostępniane w jednakowym brzmieniu wszystkim Klientom za pośrednictwem strony www.xelion.pl;
- nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego;
- nie zostało sporządzone na podstawie zlecenia ze strony Klienta ani w wykonaniu usług świadczonych na rzecz Klienta na podstawie umowy z DI Xelion;
- nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego ani nie stanowi rekomendacji nabycia lub zbycia instrumentów finansowych w ramach tej usługi;
- nie stanowi również informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną, ani rekomendacji inwestycyjnej w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE.

Materiał zawiera treści sporządzone niezależnie od dokonanej przez DI Xelion oceny indywidualnej sytuacji Klienta (m.in. poziomu wiedzy o inwestowaniu w zakresie instrumentów finansowych, doświadczenia inwestycyjnego) oraz nie uwzględnia sytuacji finansowej, potrzeb, cech i celów inwestycyjnych Klienta. Niniejsze opracowanie stanowi wyłącznie wyraz wiedzy oraz prywatnych poglądów autorów według stanu na dzień sporządzenia i nie może być interpretowane w inny sposób. Opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością i starannością przy zachowaniu zasad metodologicznej poprawności, na podstawie ogólnodostępnych informacji, uznanych przez autorów za wiarygodne. Partner, autorzy ani DI Xelion nie gwarantują jednak poprawności, kompletności i dokładności tych informacji. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem i oznacza, że inwestor może utracić część lub całość zainwestowanych środków. Stopień ryzyka zależy od rodzaju i klasy aktywów będących przedmiotem inwestycji. Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej inwestor powinien, oprócz prognozy potencjalnego zysku, określić także czynniki ryzyka, jakie mogą wiązać się z daną inwestycją. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie stanowią wobec kogokolwiek zapewnień ani zobowiązań natury prawnej ze strony DI Xelion, nie mogą stanowić wyłącznej podstawy do skorzystania z usług oferowanych przez DI Xelion lub do podjęcia jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej.

Właścicielem i wydawcą materiału jest DI Xelion. Wszelkie prawa są zastrzeżone. Zabronione jest wykorzystywanie materiału w działalności gospodarczej innej niż działalność DI Xelion. Udostępnienie niniejszego materiału nie jest równoznaczne z przeniesieniem przez DI Xelion majątkowych praw autorskich do niniejszego materiału oraz nie stanowi udzielenia licencji do jego wykorzystywania. Zabroniona jest dekompozycja, dekompilacja, dezintegracja czy też zmiana struktury materiału.