

INFORMACJA REKLAMOWA



Scenariusze rynkowe **TFI PZU na 2026 rok**



INWESTYCJE

Polska gospodarka utrzyma tempo

Prognozy gospodarcze dla Polski i dla świata

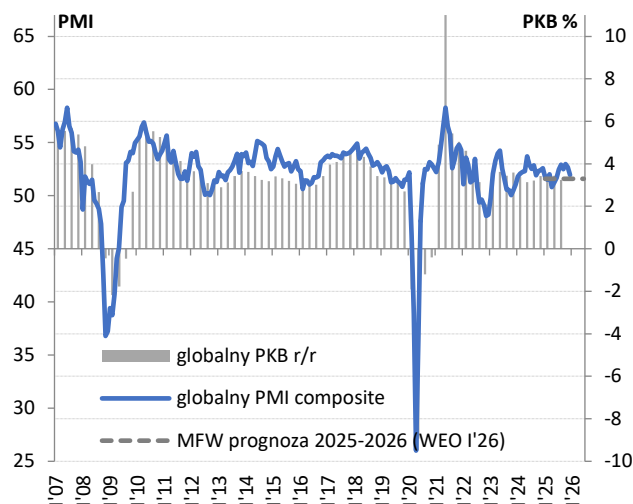
- **Polska gospodarka weszła w nowy rok wyraźnie rozpędzona. W 2026 r. prognozujemy utrzymanie dynamiki wzrostu PKB na poziomie około 3,6%, opartej na konsumpcji gospodarstw domowych i rozkręcających się inwestycjach. Polska ma szansę ponownie uplasować się w gronie najszybciej rozwijających się gospodarek Europy.**
- **Dobrej koniunkturze nad Wisłą ma towarzyszyć spadająca inflacja konsumencka. Według naszych najnowszych szacunków w żadnym momencie tego roku nie powinna ona przekroczyć celu NBP, co stworzy przestrzeń do dalszych cięć stóp procentowych.**
- **Globalna gospodarka wykazuje się znaczną odpornością na szoki. W 2026 r. prognozowany jest jej dalszy wzrost – stymulowany przez państwowe wydatki (impuls fiskalny) i wspierającą politykę banków centralnych (impuls monetarny). Główne zagrożenia to eskalacja napięć geopolitycznych i handlowych, a także rozczarowanie AI.**

Zeszlatoroczna aktywność światowej gospodarki okazała się znacznie lepsza od oczekiwań. Na szczęście dla inwestorów nie zrealizowały się czarne scenariusze kreślone po ogłoszeniu przez Donalda Trumpa znacznych podwyżek ceł na towary importowane do Stanów Zjednoczonych. Koniunkturę na świecie wspierały m.in.: przyspieszenie dostaw towarów do USA (wyprzedzające podwyżki ceł), odporność konsumentów oraz zwiększone inwestycje w IT.

ŚWIAT: GOSPODARKA

Światowa gospodarka powinna kontynuować wzrost w tempie niewywołującym presji inflacyjnej. Styczeniowa prognoza Międzynarodowego Funduszu Walutowego zakłada wzrost globalnego PKB w 2026 r. o solidne 3,3%. Paliwem dla globalnej koniunktury mają być przede wszystkim prognozowane inwestycje w technologie (związane z rozwojem sztucznej inteligencji, AI), większe wydatki publiczne w części krajów (impuls fiskalny) oraz wspierająca polityka banków centralnych (impuls monetarny). W USA – poza łagodniejszymi warunkami finansowymi – wsparciem dla gospodarki powinny być obniżki podatków. W Chinach silny eksport może częściowo zrównoważyć słaby popyt krajowy. Na ożywienie w strefie euro powinny się natomiast przełożyć duże wydatki zbrojeniowe („ReArm Europe”), inwestycje infrastrukturalne w Niemczech i utrzymanie się solidnego wzrostu gospodarczego na peryferiach UE, np. w Hiszpanii.

Koniunktura gospodarcza na świecie



Źródło: opracowanie własne TFI PZU, dane: urzędy statystyczne, S&P Global, MFW.

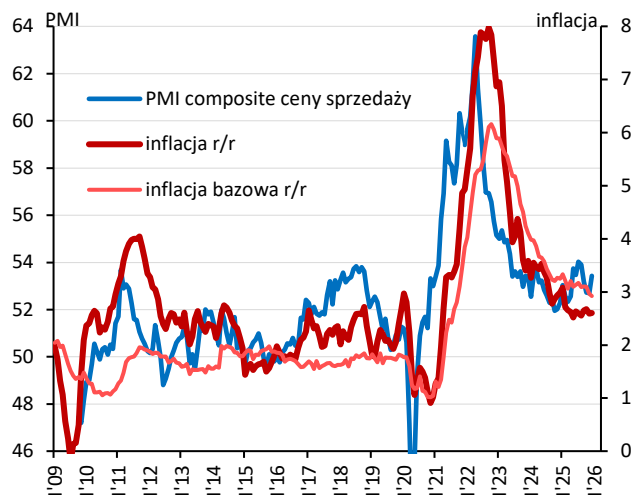
Co może zburzyć ten pozytywny obraz? Wciąż istnieje ryzyko związane z kształtowaniem się sytuacji w światowym handlu – choć niepewność nieco się zmniejszyła wraz z ogłaszaniem kolejnych porozumień celnych USA z partnerami handlowymi. Szoki w światowej gospodarce może generować potencjalna eskalacja napięć geopolitycznych – w tym podsycanych przez nieprzewidywalne działania Białego Domu (przykład Wenezueli, Iranu czy Grenlandii). Poważne konsekwencje może mieć także ewentualne rozczarowanie sztuczną inteligencją. Oczekuje się, że narzędzia AI zwiększą produktywność, ale coraz częściej odzywiają obawy o koszty tej rewolucji. Nagła korekta cen akcji spółek technologicznych mogłaby mieć szersze implikacje.

ŚWIAT: INFLACJA I STOPY PROCENTOWE

Globalna dezinflacja wyhamowała, ale presja cenowa pozostaje ograniczona. W USA oczekujemy dalszego luzowania polityki pieniężnej, ale na świecie będzie rósł udział banków centralnych przechodzących w nastawienie neutralne po okresie cięć stóp procentowych.

Kalkulowana przez nas globalna inflacja w końcu minionego roku spadła do poziomów z 2021 r. W otoczeniu spadającej dynamiki wynagrodzeń i cen szerokiej grupy surowców można oczekiwać, że ta tendencja będzie jeszcze kontynuowana. Tym bardziej że Chiny eksportują deflację do większej części świata – z wyjątkiem USA, gdzie wyższe cła działają proinflacyjnie, choć ich wpływ okazuje się być mniejszy, niż się wcześniej obawiano.

Inflacja na świecie i oczekiwane przez firmy ceny sprzedaży



Źródło: opracowanie własne TFI PZU; dane: urzędy statystyczne, S&P Global.

Prognozy obniżek stóp procentowych:

- **(USA)** – Według projekcji amerykańskiego banku centralnego (Fed) inflacja powróci w okolice 2-procentowego celu dopiero w końcu 2027 r. Realna perspektywa jej spadku w połączeniu z sygnałami schłodzenia na rynku pracy dają jednak szansę na kontynuację cięć. W obecnych warunkach do końca 2026 r. obstawiamy jedną obniżkę (mniej niż rynek).
- **(Strefa euro)** – Po serii cięć dokonanych w ubiegłym roku w Europejskim Banku Centralnym przeważa opinia, że cykl obniżek stóp został zakończony. Przy prognozowanym spadku inflacji poniżej celu (2%) i oczekiwanym ożywieniu gospodarczym jesteśmy tego samego zdania.

POLSKA: GOSPODARKA

Prognozujemy, że w 2026 r. polska gospodarka drugi rok z rzędu wzrośnie o ok. 3,6%. Według prognoz międzynarodowych instytucji (MFW, OECD) Polska ma być jednym z tegorocznych liderów wzrostu gospodarczego w Europie.

Filarem wzrostu gospodarczego w Polsce powinna pozostać solidna konsumpcja prywatna. Wskazują na to ożywienie popytu na dobra trwałego użytku i optymistyczne wyniki badania nastrojów konsumentów GUS opublikowane na początku tego roku. W warunkach niższej inflacji oczekujemy dalszych wzrostów realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, co powinno stymulować wydatki. Lepsze nastroje mogą też skłonić konsumentów do naruszenia oszczędności – szczególnie, że jest z czego czerpać. W drugim kwartale br. stopa oszczędności gospodarstw domowych w Polsce sięgnęła niemal 10%, tj. poziomu najwyższego od końca 2020 r.

Drugim silnikiem polskiej gospodarki powinny być inwestycje. Po nieco rozczarującym zeszłorocznym

tempie ich wzrostu, w 2026 r. możemy zaobserwować wyczekiwany przełom. Świadczy o tym silne przyspieszenie kontraktacji środków unijnych, w tym z KPO i nowej perspektywy finansowej UE. W budownictwie ruszają duże projekty infrastrukturalne (np. Port Polska, elektrownia atomowa, modernizacja sieci przesyłowych, inwestycje na kole i w portach), a optymistyczne prezentują się też perspektywy dla przemysłu. Korzystnie na polską gospodarkę może wpłynąć impuls wydatkowy w Niemczech.

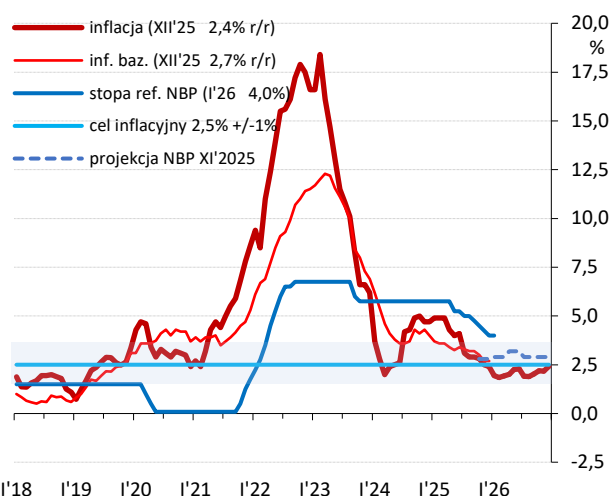
POLSKA: INFLACJA I STOPY PROCENTOWE

W 2026 r. inflacja konsumencka (CPI) w Polsce będzie dalej hamować. Według naszych szacunków w żadnym momencie tego roku nie powinna ona przekroczyć celu NBP, co stworzy przestrzeń do dalszych cięć stóp procentowych.

Inflacja w Polsce zaskoczyła pozytywnie już w końcu ubiegłego roku, kiedy spadła poniżej 2,5-procentowego celu inflacyjnego NBP. W pierwszym kwartale 2026 r. inflacja CPI może spaść w okolice 2,0% r/r, między innymi dzięki dobrym zbiorom żywności i nowym taryfom URE na ceny gazu i prądu. Przy utrzymaniu się pozytywnych tendencji możemy nawet zobaczyć odczyty z „jedynek” z przodu – co ma szansę nastąpić, jeśli doroczna rewizja tzw. koszyka inflacyjnego przypadająca na połowę marca przyniesie obniżenie się wskaźnika inflacji, jak wielokrotnie bywało w przeszłości. **Według naszej najnowszej prognozy – przy braku szoków cenowych – w żadnym momencie do końca 2026 r. tempo wzrostu cen w gospodarce nie powinno przekroczyć celu NBP na poziomie 2,5%.** To powinno znaleźć odzwierciedlenie w marcowej projekcji PKB i inflacji przygotowywanej przez bank centralny – i stworzyć przestrzeń do wznowienia obniżek stóp procentowych.

Spadek inflacji w Polsce stworzy przestrzeń do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. W naszej ocenie do końca 2026 r. główna stopa NBP ma szansę spaść do 3,25%. W najbardziej optymistycznym scenariuszu nawet do 3,00%.

Inflacja i stopy procentowe w Polsce



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

Giełdowy spacer w chmurach

Prognoza dla rynku akcji

Akcje

- W 2026 r. globalne rynki akcji mają szansę utrzymać wzrostową trajektorię m.in. dzięki rosnącym nawet dwucyfrowo zyskom spółek (EPS). Największy potencjał do ożywienia w tym obszarze analitycy widzą w Europie.
- Powtarzamy to jak mantrę, ale polskie akcje prezentują się naprawdę solidnie. Kontynuację wzrostów na GPW powinny wspierać zarówno czynniki lokalne, jak i globalne. Obstawiamy, że krajowe blue chipy przekażą pałeczkę „misiom”.
- Sztuczna inteligencja nadal powinna napędzać wzrosty na Wall Street, a główni gracze ze „wspaniałej siódemki” mają zwiększać nakłady na AI i poprawiać wyniki finansowe. Poprzeczka jest jednak ustawiona wysoko, przez co rośnie rola selekcji spółek w atrakcyjniej wycenionych segmentach amerykańskiej giełdy.

Globalna hossa jest zaawansowana – za nami ponad trzy lata zapoczątkowanych jesienią 2022 r. wzrostów na światowych giełdach. Na progu nowego roku najważniejsze z naszej perspektywy indeksy akcyjne, jak amerykański S&P 500, europejski STOXX Europe 600 i polski WIG, znajdowały się na historycznych szczytach. Już od jakiegoś czasu „spacerujemy w chmurach” i kluczowe pytanie brzmi, czy w 2026 r. możemy wznieść się jeszcze wyżej? Naszym zdaniem – tak.

Nasze nastawienie do akcji w 2026 roku

	2026				
	-2	-1	0	1	2
AKCJE					
Akcje - Europa					
Akcje - USA					
Akcje - Emerging Markets					
Akcje - Polska					
WIG20 (duże spółki)					
mWIG40 + sWIG80 (małe i średnie spółki)					

Źródło: TFI PZU.

Oczywiście, po tak dużych wzrostach naturalnym – i wręcz pożądanym – byłoby pojawianie się większych bądź mniejszych korekt spadkowych, które schłodziłyby rozgrzanego inwestorów. Przysolidnych fundamentach nie sądzimy jednak, żeby nawet nieco głębsza przecena zapoczątkowała bessę, czyli długotrwałe spadki.



GLOBALNE AKCJE – DALSZY KURS NA HOSSE

Nasze umiarkowanie pozytywne nastawienie do światowych i polskich akcji w perspektywie 2026 r. wynika przede wszystkim z założenia, że globalne otoczenie makroekonomiczne pozostanie sprzyjające. Dezinflacja ma szansę być kontynuowana, a wzrost PKB ma pozostać całkiem solidny – i nie generować przy tym presji inflacyjnej.

Gospodarczy „sweet spot” powinien umożliwić spółkom dalszą poprawę wyników finansowych. Konsensus rynkowy zakłada, że w 2026 r. zyski spółek giełdowych (EPS) będą rosły dwucyfrowo praktycznie na całym świecie.

Globalną hossę powinny wspierać:

- **Działania stymulujące gospodarkę.** Pozytywnie na koniunkturę, a pośrednio również na światowe rynki akcji, powinny oddziaływać stymulusy fiskalne (większe wydatki budżetowe w Europie, Japonii i Chinach) oraz monetarne – w tym oczekiwane kolejne obniżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych.
- **Rozwój sztucznej inteligencji (AI).** Inwestycje związane z AI, były głównym motorem wzrostu amerykańskiego PKB w 2025 r. Prognozowany wzrost nakładów na rozwój AI i postępująca wg obserwacji Evercore adopcja narzędzi opartych na sztucznej inteligencji powinny nadal stanowić paliwo dla światowej gospodarki.
- **Wzmocniony ruch w obszarze buybacks i M&A.** Według danych Bank of America (BoFA) w 2025 r. tylko w USA ogłoszono skupy akcji o rekordowej łącznej wartości przekraczającej 1 bln USD. Ponadto szacuje się, że globalna wartość transakcji fuzji i przejęć wzrośnie do 6,8 bln USD w 2026 r. i 7,8 bln USD w 2027 r. – generując popyt na akcje i wspierając globalne giełdy.
- **Słabszy dolar.** Utrzymywanie się indeksu DXY, obrazującego siłę dolara względem głównych światowych walut, na niższych historycznie poziomach powinno dalej wspierać rynki finansowe – szczególnie wschodzące (EM).

USA: Kontynuacja technologicznej hossy z szansą na przebudzenie „misiów”

W ubiegłym roku gospodarka Stanów Zjednoczonych imponowała swoją odpornością i nawet jeśli w tym roku spowolni ze względu na zakładane osłabienie konsumpcji związane ze schłodzeniem rynku pracy, to wzrost PKB pozostanie wyższy niż w Europie. W pierwszej połowie tego roku wsparciem dla gospodarki będą zwroty z podatków dla Amerykanów oraz rozkręcające się wydatki rządowe.

Dodatkowym pozytywnym bodźcem powinny być dalsze obniżki stóp procentowych przez Fed.

W 2026 r. zagregowane zyski pięciuset największych amerykańskich spółek z indeksu S&P 500 mają zwiększyć się o 14-15%, czyli w tempie powyżej wieloletniej średniej i szybciej niż w minionym roku. Największe spółki technologiczne z grona Magnificent 7 nadal powinny poprawiać zyski szybciej niż reszta rynku (tzw. S&P 493), chociaż różnica pomiędzy nimi ma się stopniowo kurczyć. Jeśli pozytywny scenariusz makro się zmaterializuje, to szansę na „przebudzenie” mają także mniejsze spółki spoza flagowego indeksu Wall Street – bardziej wrażliwe na koniunkturę i restrykcyjność polityki pieniężnej w USA.

Inwestorzy wiążą duże nadzieje ze wzrostem nakładów na inwestycje związane z rozwojem i implementacją narzędzi AI. Według szacunków BofA w 2026 r. chmurowi giganci określani jako „hyperscalers” – Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft i Oracle – wydadzą na inwestycje ok. 514 mld USD, tj. o 30% więcej niż rok wcześniej. Poprzeczka oczekiwań wobec Big Techów jest jednak ustawiona bardzo wysoko, przez co inwestorzy mogą redukować alokację w tym segmencie rynku – przesuwając część kapitału w stronę atrakcyjniej wycenionych spółek technologicznych i innych spółek cyklicznych. W tych okolicznościach znacząco rośnie rola selekcji akcji.

Europa: czas zbrojeń i inwestycji infrastrukturalnych

Ubiegłoroczne wzrosty na giełdach Starego Kontynentu wsparło ogłoszenie przez kraje UE znaczącego zwiększenia wydatków zbrojeniowych („ReArm Europe”), a w Niemczech zapowiedź uruchomienia wielkich inwestycji infrastrukturalnych. O ile nie znalazło to odzwierciedlenia w zeszłorocznych wynikach finansowych spółek, o tyle od 2026 r. powinniśmy wpłynąć tej „fiskalnej bazooki” w końcu zobaczyć.

W odróżnieniu od USA, gdzie pierwsze skrzypce grają spółki technologiczne, w Europie dominują spółki starej ekonomii, w tym przemysłowe. Nacisk na „europejski wkład” wynikający z sytuacji geopolitycznej (cła USA, konkurencja ze strony Chin), powinien więc znacząco wspierać wyniki finansowe lokalnych przedsiębiorstw z różnych sektorów gospodarki. Dodatkowe wsparcie gospodarce mogą zapewnić programy poprawy konkurencyjności rynku europejskiego – np. SAFE (wzmocnienie obronności), CBAM (dostosowywanie cen towarów importowanych do UE z uwzględnieniem emisji dwutlenku węgla) i opóźnienie wejścia w życie ETS2, czyli wyższych opłat za emisję dwutlenku węgla dla wybranych sektorów. W rezultacie w 2026 r. zyski spółek ze strefy euro mogą wzrosnąć o ok. 15,0%, dając impuls do kontynuacji wzrostów na giełdach.



POLSKIE AKCJE – TOP PICK PO RAZ TRZECI

Obecna hossa na GPW jest jedną z najdłuższych w historii polskiego rynku kapitałowego. Po świetnym ubiegłym roku nic nie wskazuje na to, żeby dominacja giełdowych byków w Polsce miała się zakończyć. Wręcz przeciwnie

– widzimy przestrzeń do jej kontynuacji, choć przy bardziej umiarkowanych wzrostach. Oczekujemy przy tym, że pałeczkę przejmą „misie” (mWIG40 & sWIG80), które pozostawały nieco w cieniu w otoczeniu masowego napływu zagranicznego kapitału nad Wisłę.

Uważamy, że 2026 r. będzie udany dla polskich akcji, przede wszystkim ze względu na:

- **Rok „złotowłosej” w polskiej gospodarce.** Oczekujemy dynamicznego wzrostu PKB przy niskiej inflacji, czyli scenariusza tzw. Goldilocks economy.
- **Prognozowany wzrost zysków (EPS).** Łączne zyski spółek z indeksów WIG20 (blue chipy) i mWIG40 (średnie spółki) mogą wzrosnąć o ok. 13% r/r, do prawie 92 mld PLN – pomimo spadku zysków sektora finansowego wynikającego z wyższej stawki CIT dla banków.
- **Wciąż atrakcyjne wyceny.** Pomimo imponującej skali wzrostu WIG w 2025 r. prognozowany wskaźnik cena/zysk (P/E 12M forward) dla głównego indeksu warszawskiej giełdy wynosi 10-11x, tj. oscyluje wokół wieloletniej średniej. W Polsce nadal jest o około 20% taniej niż na innych rynkach wschodzących.
- **Wysokie dywidendy.** Według prognoz Bloomberg’a tegoroczna stopa dywidendy (dividend yield) dla indeksu WIG ma utrzymać się na poziomie ok. 5% – ponownie przebijając średnie oprocentowanie nowo zakładanych depozytów terminowych.
- **Poszukiwanie przez globalnych inwestorów atrakcyjnych rynków wschodzących (EM).**



Największe ryzyka? Na świecie dominuje nastawienie *bullish*, a gdy wszyscy oczekują wzrostów, rynki lubią zrobić psikusa. Fundamentalnie sytuacja wygląda bardzo dobrze. Negatywne niespodzianki mogą nadejść m.in. ze strony nieprzewidywalnej i impulsywnej polityki Białego Domu. Chaotyczne działania administracji D. Trumpa w obszarze geopolityki (Wenezuela, Iran etc.) i polityki wewnętrznej mogą wzmocniać narrację o końcu wyjątkowości USA – powodując słabsze zachowanie aktywów amerykańskich i zwiększając globalną awersję do ryzyka (risk-off). Szczególnie że akcje na poziomie indeksu S&P 500 są już relatywnie drogie. Negatywny rozwój wydarzeń na świecie mógłby przełożyć się na globalne spowolnienie wzrostu PKB i wzrost inflacji.

W Polsce ryzykiem jest wysoki deficyt budżetowy i rosnące zadłużenie. Przy wolniejszym wzroście gospodarczym i ograniczonej przestrzeni do zadłużania się rząd mógłby być zmuszony do zaciskania pasa. To jednak scenariusz, któremu przypisujemy niskie prawdopodobieństwo. Od strony rynkowej widać wzmożony ruch w zakresie transakcji ABB i nowych emisji. Jeśli ta tendencja się utrzyma i do skutku dojdą IPO sygnalizowane na 2026 r., to w pewnym momencie może być odczuwalny efekt „krótkiej kotldry” – fundusze mogą sprzedawać akcje, żeby zrobić miejsce w portfelach. Neutralizująco w tym kontekście powinny zadziałać napływy do PPK.

Niestabilny potencjał na „long-endzie”

Prognozy dla rynku obligacji

Obligacje

- Prognozujemy, że w żadnym momencie 2026 r. inflacja w Polsce nie przekroczy celu NBP. Wraz z jej hamowaniem można oczekiwać kolejnych obniżek stóp procentowych – co powinno korzystnie wpływać na ceny polskich obligacji o stałym oprocentowaniu.
- Największy potencjał nadal widzimy w polskich obligacjach długoterminowych. Fundusze obligacji krótkoterminowych wciąż powinny zapewniać ochronę przed inflacją i czwarty rok z rzędu powinny wyprzedzić lokaty bankowe.
- Łagodzenie polityki monetarnej w USA powinno wspierać sentyment i wyceny obligacji skarbowych na świecie. Dla obligacji korporacyjnych moment w cyklu pozostaje korzystny, ale premia za ryzyko jest obecnie niska – kluczowa będzie selekcja.

Prawie dwucyfrowa stopa zwrotu z obligacji skarbowych emitowanych przez kraj z wysokim ratingiem inwestycyjnym to godny wynik. Właśnie tyle, a dokładnie 9,51%, zyskał w 2025 r. indeks Treasury BondSpot Poland obrazujący koniunkturę w segmencie polskich obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu. W naszej ocenie dobry sentyment do długu skarbowego Polski ma szansę utrzymać się w tym roku – i podobnie jak w przypadku akcji jest to nasz „top pick”.

Nasze nastawienie do obligacji

	2026				
	-2	-1	0	1	2
Obligacje polskie – skarbowe długoterminowe					
Obligacje polskie – skarbowe krótkoterminowe					
Obligacje polskie – korporacyjne					
Obligacje – USA					
Obligacje – Strefa Euro					
Obligacje Emerging Markets HC					
Obligacje Emerging Markets LC					
Obligacje korporacyjne zagraniczne IG					
Obligacje korporacyjne zagraniczne HY					

Źródło: TFI PZU.



OBLIGACJE POLSKIE

Inflacja w Polsce dalej spada, a wzrost gospodarczy jest solidny, ale nie generuje presji cenowej. To idealne środowisko dla obligacji skarbowych o dłuższych terminach zapadalności, które mogą w największym stopniu skorzystać na dalszych cięciach stóp w wykonaniu RPP.

Nasze scenariusze dla polskich obligacji na 2026 r.

Scenariusze dla funduszy obligacji krótkoterminowych

- bazowy = 4-5% netto (50% szans na realizację)
- optymistyczno-realistyczny = 5-6% (20% szans)
- optymistyczny = powyżej 6% (5% szans)

Scenariusze dla funduszy obligacji polskich (długoterminowych)

- bazowy = 5-7% netto (50% szans na realizację)
- optymistyczno-realistyczny = 7-10% (20% szans)
- optymistyczny = powyżej 10% (5% szans)

Źródło: TFI PZU.

„Inflacja jest królową obligacji” – jeśli spada, to ceny obligacji notowanych na rynku rosną. Według naszej najnowszej prognozy do końca 2026 r. tempo wzrostu cen w gospodarce będzie się utrzymywać poniżej celu NBP na poziomie 2,5%. Do rewizji w dół ścieżki inflacyjnej na ten rok skłoniły nas zaskakująco pozytywne ostatnie odczyty inflacyjne publikowane przez GUS, a także sprzyjające otoczenie makroekonomiczne i regulacyjne.

Spadek inflacji w Polsce stworzy przestrzeń do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. W naszej ocenie do końca 2026 r. główna stopa NBP ma szansę spaść do 3,25%. W najbardziej optymistycznym scenariuszu nawet do 3,00%. Oznacza to szansę na nawet cztery obniżki stóp procentowych o ćwierć punktu procentowego. Pierwszej spodziewamy się jeszcze w pierwszym kwartale.

Na obniżkach stóp procentowych w Polsce – podobnie jak w minionym roku – w największym stopniu mają szansę skorzystać długoterminowe obligacje Skarbu Państwa o stałym oprocentowaniu. Na progu 2026 r. rentowność 10-letnich obligacji polskich znajdowała się na poziomach kwietnia ub.r., pomimo że obraz inflacji jest dziś dużo korzystniejszy. A wysoka bieżąca dochodowość obligacji długoterminowych (powyżej 5%) stanowi „bufor” na wypadek, gdyby rentowności nie spadały tak szybko jak zakładamy.

Polskie obligacje krótkoterminowe (w tym 2-letnie) w znacznym stopniu wyceniły już obniżki stóp procentowych, więc ich potencjał jest mniejszy. Fundusze operujące w tym segmencie powinny jednak ponownie pobić inflację i lokaty bankowe.

Co może pójść nie tak?

Wśród ryzyk dla obligacji skarbowych Polsce wymienia się deficyt budżetowy (choć w 2026 r. ma spaść do 6,5% PKB) i rosnące zadłużenie Polski. Tegoroczne potrzeby pożyczkowe netto Polski są wyższe r/r (422,9 mld zł), a spora część założonej przez rząd kwoty ma zostać sfinansowana z emisji skarbowych papierów wartościowych (SPW) na rynku krajowym. Na plus przemawia to, że część potrzeb zostanie sfinansowana ze środków UE (w ramach KPO). **W 2026 r. emisje hurtowych obligacji statokuponowych i zmiennokuponowych (na tym rynku operują fundusze inwestycyjne) mają być o kilka miliardów złotych niższe niż w ub.r., a źródła popytu na polskie obligacje wyglądają solidnie.**



OBLIGACJE KORPORACYJNE

W horyzoncie 2026 r. większy potencjał widzimy na globalnym rynku obligacji korporacyjnych – szczególnie w papierach z ratingiem inwestycyjnym (IG). W Polsce premia płacona przez emitentów, marża ponad WIBOR, uległa znacznej kompresji, ale fundusze obligacji korporacyjnych powinny się uplasować pomiędzy strategiami opartymi o polskie obligacje krótko- i długoterminowe.

Świat: Globalne otoczenie dla obligacji korporacyjnych pozostaje sprzyjające. Stabilny wzrost światowej gospodarki pomaga spółkom emitującym obligacje generować solidne wyniki finansowe – co ogranicza ryzyko niewypłacalności. Za sprawą znaczących napływów kapitału znacząco poprawiła się też płynność na globalnych rynkach. Po drugiej stronie medalu należy wskazać istotny spadek premii za ryzyko oferowanej przez obligacje korporacyjne w stosunku do papierów skarbowych. W segmencie high yield (HY) spready są bardzo niskie i naszym zdaniem nie rekompensują inwestorom potencjalnego ryzyka związanego z ewentualnym pogorszeniem warunków makroekonomicznych, np. w wyniku tarć geopolitycznych. **Znacznie lepiej prezentuje się segment investment grade (IG), króty – przy umiarkowanym zadłużeniu emitentów i zdrowej dynamice wyników – oferuje bardziej zrównoważony profil zysku do ryzyka.**

Polska: Dynamiczny wzrost gospodarczy w Polsce stanowi wsparcie dla krajowych obligacji korporacyjnych, zmniejszając ryzyko niewypłacalności przez nich obligacji. Sukcesywnie spadają jednak kupony od obligacji krajowych przedsiębiorstw – wyznaczane na bazie stawki WIBOR powiększonej o marżę. Źródłem tej tendencji są obniżki stóp procentowych dokonywane przez RPP, a z drugiej obserwowane od trzech lat zawężanie się marż na rynku wynikające z dobrej kondycji emitentów i dużego popytu (napływy do funduszy inwestycyjnych i zakupy dokonywane przez banki). W efekcie **premia za ryzyko**

obligacji korporacyjnych w Polsce jest niewiele wyższa od tej oferowanej przez obligacje zmiennokuponowe – marża rynkowa pomniejszona o 5-letni asset swap spadła poniżej „progu bólu” na poziomie 100 pb. Kluczowa dla wyników funduszy z tego segmentu będą staranna selekcja oparta na analizie fundamentalnej i poszukiwanie rynkowych okazji.



OBLIGACJE ZAGRANICZNE

Rynki rozwinięte (DM): Sytuacja na najważniejszych rynkach po obu stronach Atlantyku może kształtować się podobnie jak w tym roku. W USA ceny obligacji skarbowych mają szansę jeszcze wzrosnąć, podczas gdy w Europie mogą jeszcze spaść. Amerykańskim obligacjom (US Treasuries) sprzyja perspektywa dalszego, choć raczej delikatnego, luzowania polityki pieniężnej. Obstawiamy, że pomimo nacisków z Białego Domu decydenci będą obniżać stopy procentowe wyłącznie na podstawie ekonomicznych przesłanek. Tym samym uważamy, że wieszczona przez niektórych „druga fala” inflacji nie nadejdzie. Z kolei gospodarka amerykańska wygląda solidnie, ale w kolejnych kwartałach najprawdopodobniej wytraci impet ze względu na schłodzenie rynku pracy i osłabienie konsumenta. Przy negatywnym pozycjonowaniu inwestorów długi koniec krzywej UST może więc sprawić pozytywną niespodziankę.

Europejski Bank Centralny po ubiegłorocznych cięciach stóp nie ma już przestrzeni do dalszej stymulacji monetarnej, a dodatkowo redukuje swój bilans (QT). „Fiskalna bazooka” w Niemczech i zwiększone wydatki na obronność w UE będą powiększać i tak już wysokie zadłużenie państw wspólnoty i zwiększać podaż obligacji. Presję na europejskie obligacje może wywierać też reforma systemu emerytalnego w Holandii.

Rynki wschodzące (EM): Otoczenie dla obligacji rynków wschodzących, w postaci słabszego dolara, solidnych napływów i niskiego ryzyka globalnej recesji, pozostaje sprzyjające. Rzecz w tym, że obligacje w twardej walucie zrobiły się bardzo drogie. Sam fakt wymagających wycen nie oznacza, że ten rok dla obligacji EM HC będzie zły, ale przy spreadach na indeksie JPMorgan EMBI najniższych od 2007 r. ryzyko stało się asymetryczne. Znacząco wzrosła wrażliwość tych obligacji na pogorszenie sentymentu czy ewentualne szoki, na przykład geopolityczne. **Zdecydowanie atrakcyjniej prezentują się obligacje rynków wschodzących denominowane w walutach lokalnych (EM LC) – zwłaszcza w krajach, gdzie mamy wysoką realną rentowność, a szybkie tempo dezinflacji daje bankom centralnym przestrzeń do cięć stóp procentowych.**

NOTA PRAWNA

Jest to informacja reklamowa. Przed podjęciem ostatecznych decyzji inwestycyjnych należy zapoznać się z prospektem informacyjnym oraz dokumentami zawierającymi kluczowe informacje (KID).

Dane podane w materiale nie stanowią oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego, jak również usługi doradztwa inwestycyjnego oraz udzielania rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych lub ich emitentów w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, a także nie są formą świadczenia doradztwa podatkowego, ani pomocy prawnej. Nie mogą stanowić wystarczającej podstawy do podjęcia decyzji inwestycyjnych.

Wszelkie informacje zawarte w niniejszym materiale pochodzą ze źródeł własnych TFI PZU SA lub źródeł zewnętrznych uznanych przez TFI PZU SA za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. TFI PZU SA nie może zagwarantować poprawności i kompletności informacji zawartych w niniejszym materiale i nie ponosi żadnej odpowiedzialności za szkody powstałe w wyniku jego wykorzystania niezgodnie z jej przeznaczeniem. TFI PZU SA nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne osób, które zapoznały się z niniejszym materiałem. Wszelkie opinie i oceny wyrażane w niniejszym materiale są opiniami i ocenami TFI PZU SA lub jej doradców będącymi wyrazem ich najlepszej wiedzy popartej informacjami z kompetentnych rynkowych źródeł, obowiązującymi w chwili jej sporządzania. Mogą one podlegać zmianie w każdym momencie, bez uprzedniego powiadomienia. TFI PZU SA zastrzega, że dane zamieszczone w niniejszym materiale mogą być nieaktualne, dlatego w przypadku zamiaru podjęcia decyzji inwestycyjnych zalecamy kontakt z TFI PZU SA, celem uzyskania aktualnych informacji.

Wskazywane w materiałach wartości mają walor historyczny i nie stanowią podstawy do przewidywania i szacunków przyszłych wartości oraz nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości, a inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykiem wynikającym z wahań cen na rynkach, zmian wysokości stóp procentowych, kursów walut itp.

Prawa autorskie do niniejszego materiału przysługują TFI PZU SA z siedzibą w Warszawie. Żadna z części tego materiału nie może być kopiowana lub przekazywana nieupoważnionym osobom. Materiał ten nie może być odtwarzany lub przetrzymywany w jakimkolwiek systemie odtwórczym: elektronicznym, magnetycznym lub innym. Wykorzystywanie jej przez osoby nieupoważnione lub działające niezgodnie z powyższymi zastrzeżeniami bez pisemnej zgody Towarzystwa lub w inny sposób naruszający przepisy prawa autorskiego może być powodem wystąpienia z odpowiednimi roszczeniami.

Jeżeli w treści niniejszego materiału nie wskazano inaczej, źródłem danych są obliczenia własne TFI PZU SA.

TFI PZU SA podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych PZU Spółka Akcyjna, Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy KRS, KRS: 0000019102, NIP 527-22-28-027, kapitał zakładowy: 15 013 000 zł wpłacony w całości, Rondo Ignacego Daszyńskiego 4, 00-843 Warszawa, pzu.pl