



# Investors

## Cele inwestycyjne na 2026 r.

Jarosław Niedzielewski  
Dyrektor Departamentu Inwestycji

Najlepszy Analityk Rynku  
wg doradców EFPA Polska

Styczeń 2026



## GLOBALNY RYNEK FINANSOWY

**Nadal uważamy, że najlepszym – choć uproszczonym – punktem odniesienia dla opisu zachowania rynków finansowych w ostatnich i nadchodzących latach pozostaje hossa drugiej połowy lat 90. XX wieku. Stosując tę analogię, największe prawdopodobieństwo przypisujemy powtórce scenariusza z 1998 lub 1999 roku. W obu przypadkach oznaczałoby to kontynuację wzrostów na giełdach.**

✦ Pod koniec 2024 roku większość zarządzających funduszami ankietowanych przez Bank of America jednoznacznie wskazywała Wall Street jako najlepszą giełdę świata w nadchodzącym 2025 roku. Zwycięstwo Donalda Trumpa w wyborach prezydenckich oraz dominacja Stanów Zjednoczonych w rewolucji sztucznej inteligencji miały sprzyjać zarówno amerykańskim małym spółkom (podobnie jak podczas pierwszej kadencji Trumpa), jak i spółkom technologicznym skupionym w indeksie Nasdaq. „Wyjątkowość Ameryki” była wówczas hasłem najlepiej oddającym nastroje i oczekiwania wobec nowojorskiej giełdy oraz gospodarki USA.

Rok 2025 nie potwierdził tych założeń. Większość giełd na świecie osiągnęła lepsze wyniki niż główne indeksy Wall Street. Amerykańskie małe i średnie spółki nie spełniły pokładanych w nich nadziei, a indeks Nasdaq 100, zdominowany przez beneficjentów rewolucji AI, jedynie zrównał się stopą zwrotu z indeksem rynków rozwiniętych z wyłączeniem USA. Również tzw. Wspaniała Siódemka nie okazała się w 2025 roku tak wspaniała, jak oczekiwano.

✦ Zaskakującymi zwycięzcami ubiegłego roku okazały się rynki wschodzące, które wyprzedziły zarówno Japonię, jak i Europę. Niezależnie jednak od tych różnic, rok 2025 potwierdził siłę globalnej hossy, która rozwijała się mimo wielu przeciwności: chaotycznej polityki Donalda Trumpa, wojen handlowych, napięć geopolitycznych oraz stagnacji w przemyśle i na rynku pracy. Można to traktować jako umiarkowanie dobry prognozyk na rok 2026. Warto jednak zauważyć istotną różnicę między rynkiem amerykańskim a pozostałymi giełdami. W Stanach Zjednoczonych wzrost indeksu S&P 500 o 18% (z dywidendami) był w dużej mierze efektem poprawy wyników spółek, a nie wzrostu mnożników wyceny. Na większości pozostałych rynków sytuacja wyglądała inaczej – to właśnie ekspansja wycen była kluczowym czynnikiem generującym dodatnie stopy zwrotu w 2025 roku, zarówno w Europie, jak i w Chinach. Dodatkowym wsparciem dla wyników wielu giełd był spadek wartości dolara amerykańskiego.

✦ Wydaje się wątpliwe, aby podobny schemat – dalszy istotny wzrost mnożników wycen lub kolejny wyraźny spadek dolara – był możliwy do powtórzenia w 2026 roku. Biorąc pod uwagę prognozowany wzrost zysków spółek w bieżącym roku, to właśnie spółki

notowane w Stanach Zjednoczonych nadal wyróżniają się pod względem fundamentów. W przypadku indeksu S&P 500 oczekiwany wzrost zysków wynosi 12–15%. Rynki wschodzące mogą co prawda osiągnąć podobną dynamikę, jednak przy wyraźnie innym profilu ryzyka inwestycyjnego.

- ✦ Charakterystyczną cechą globalnej gospodarki w ostatnich trzech latach była stagnacja w przemyśle i handlu międzynarodowym, dodatkowo nasilona przez wojny celne. Równoległe od około dwóch lat utrzymuje się zastój na rynku pracy – od Niemiec i Polski po Chiny i Stany Zjednoczone. Nadal uważamy, że główną przyczyną tej sytuacji jest proces rozliczania się firm i gospodarek z okresem pandemii oraz z wyjątkowo silną koniunkturą, która jej towarzyszyła w przemyśle i na rynku pracy. Istotną rolę odgrywa także rewolucja związana ze sztuczną inteligencją, ograniczająca zapotrzebowanie na pracę – szczególnie wśród młodszych pracowników – oraz będąca jedną z przyczyn masowych zwolnień w spółkach technologicznych w ubiegłym roku.

- ✦ Na razie brak wyraźnych sygnałów poprawy w przemyśle i na rynku pracy. Są jednak przesłanki wskazujące na możliwość pozytywnej zmiany sytuacji. Po pierwsze, wiele wskazuje na to, że okres najbardziej intensywnych wojen celnych dobiega końca, a firmy zyskują większą przejrzystość co do kosztów handlu międzynarodowego.

Po drugie, globalna ekspansja fiskalna z ostatnich lat nie została porzucona. Wręcz przeciwnie – pro wzrostowe efekty Jednej Wielkiej Pięknej Ustawy w USA powinny być bardziej widoczne dopiero w 2026 roku. W Chinach zapowiedziano kolejne działania wspierające konsumpcję wewnętrzną oraz rynek nieruchomości. Nowa premier Japonii ogłosiła szeroki pakiet stymulacyjny, którego celem jest wsparcie konsumentów, przyspieszenie inwestycji infrastrukturalnych oraz wzmocnienie potencjału obronnego kraju. Na odpalenie czeka też niemiecka „bazuka fiskalna”.

Po trzecie, inwestycje związane z rewolucją sztucznej inteligencji – mimo obaw części inwestorów przed bańką spekulacyjną – mogą stać się silnym impulsem rozwojowym dla wielu sektorów gospodarki, od półprzewodników po budownictwo, surowce i energetykę. Szacuje się, że w 2026 roku globalne wydatki na budowę i obsługę centrów danych dla rozwoju AI sięgną około 700 mld dolarów, a w perspektywie pięciu lat mogą wynieść nawet 5 bln dolarów. Projekty te mają charakter globalny i nie ograniczają się do Stanów Zjednoczonych.

Po czwarte, determinacja administracji Donalda Trumpa w dążeniu do zakończenia wojny w Ukrainie sprawia, że scenariusz zakończenia konfliktu w pierwszej połowie 2026 roku nie jest wykluczony. Potencjalna skala odbudowy Ukrainy oznaczałaby istotne wsparcie dla europejskiego przemysłu i sektora budowlanego.

- ✦ Wciąż uważamy, że najlepszym – choć uproszczonym – punktem odniesienia dla opisu zachowania rynków finansowych w ostatnich i nadchodzących latach pozostaje hossza drugiej połowy lat 90. XX wieku. Pojawia się więc zasadnicze pytanie, na jakim etapie tego historycznego wzorca dziś się znajdujemy. Czy rok 2026 będzie bardziej przypominał zasadniczo udany, lecz nerwowy rok 1998, okres gospodarczej odbudowy i narastającej bańki z 1999 roku, czy raczej końcową fazę trendu, podobną do tej z 2000 roku?
- ✦ Najmniej prawdopodobny (choć możliwy) wydaje się ten ostatni scenariusz. Naszym zdaniem entuzjazm wokół inwestycji w AI może jednak jeszcze potrwać, a nawet się nasilić. Skala spekulacyjnych nastrojów wciąż nie przypomina tej z przełomu lat 1999-2000, gdy niemal cały rynek koncentrował się wyłącznie na spółkach internetowych. Nadal można znaleźć branże i firmy oferujące stopy zwrotu porównywalne lub wyższe niż Nasdaq w 2025 roku, jak choćby akcje JP Morgan.

W przeciwieństwie do końcówki lat 90., gdy infrastruktura internetowa była masowo finansowana kredytem, dotychczasowe inwestycje technologicznych gigantów były finansowane głównie z ich środków własnych lub kapitału pozyskanego od inwestorów. Emisje długu mają jak dotąd ograniczoną skalę. Obawy o przeinwestowanie wydają się więc na razie przedwczesne – gospodarka i rynki mogą jeszcze skorzystać z potencjalnego boomu inwestycyjnego, zanim pojawi się konieczność bolesnych rozliczeń.

- ✦ Większe prawdopodobieństwo przypisujemy scenariuszowi, w którym rok 2026 będzie przypominał sytuację rynków i gospodarek z 1998 roku. W tamtym okresie przemysłowe indeksy ISM w USA i Europie sygnalizowały słabość, a inflacja utrzymywała się na niskim poziomie, m.in. dzięki spadającym cenom ropy. Fed, reagując na problemy funduszu LTCM i bankructwo Rosji, obniżył stopy procentowe jesienią 1998 roku w trzech krokach, łącznie o 0,75%. Brzmi znajomo – podobne zjawiska obserwowaliśmy już w 2025 roku. Nie można wykluczyć, że także w 2026 roku pojawią się kolejne przeciwności, takie jak dalsza słabość rynku pracy w USA, napięcia na rynku kredytowym czy kryzysy geopolityczne. Czynniki te mogą zwiększać zmienność i nerwowość na rynkach, niekoniecznie jednak zmieniając obowiązujący trend wzrostowy.
- ✦ Najbardziej prawdopodobna wydaje się powtórka z 1999 roku. Niższe stopy procentowe, wynikające z niższej inflacji i obaw o przedłużającą się stagnację na rynku pracy, wysokie deficyty fiskalne oraz skłonność rządów do wspierania gospodarek poprzez konsumpcję, infrastrukturę i zbrojenia, w połączeniu z globalnymi inwestycjami w centra danych dla rewolucji AI oraz wygaszaniem wojen handlowych, mogą sprzyjać odrodzeniu przemysłu i handlu – podobnie jak miało to miejsce w 1999 r. po słabości roku 1998. Wówczas odbicie gospodarcze przełożyło się na wzrost cen surowców, takich jak miedź, aluminium i ropa naftowa. Obecnie część surowców już notuje solidne wzrosty, zwłaszcza metale przemysłowe i szlachetne, podczas gdy surowce energetyczne pozostają

w wyraźnym trendzie spadkowym. Być może właśnie dlatego, że niemal nikt nie zakłada zmiany tego trendu, warto rozważyć scenariusz zakończenia czteroletniej fali spadkowej cen ropy i rozpoczęcia odbicia w pierwszej połowie 2026 roku, np. w wyniku zakończenia wojny w Ukrainie i ożywienia przemysłu. Taki rozwój wydarzeń sprzyjałby dalszej demokratyzacji hossy. Spadek awersji do ryzyka mógłby także osłabić obawy związane z inwestycjami w sztuczną inteligencję, pozwalając bańce spekulacyjnej na spółkach AI pęcznieć dalej – podobnie jak w przypadku spółek internetowych w 1999 roku.

Historia pokazuje jednak, że odrodzenie przemysłu i rynku surowców pod koniec lat 90. minionego stulecia doprowadziło do wzrostu inflacji i szybkiej reakcji amerykańskiego banku centralnego w postaci podwyżek stóp procentowych. Dziś taki scenariusz jest powszechnie ignorowany, głównie ze względu na brak wyraźnych oznak ożywienia w przemyśle oraz słabość rynku surowców energetycznych. Nie można jednak wykluczyć, że – podobnie jak w 1999 roku – zmiana ta nastąpi w sposób nagły i zaskakujący.

- ✦ Niewykluczone, że na powtórzenie schematu z 1999 roku trzeba będzie jeszcze poczekać, a pierwsza połowa 2026 roku nadal będzie przebiegać według wzorca z roku 1998. Oznaczałoby to słabszą, lecz stabilną gospodarkę, niższą inflację i stopy procentowe oraz przyzwoite wyniki spółek, choć ponownie głównie tych większych.

Rewolucja AI, jako temat dekady, wciąż będzie rozpalać wyobraźnię inwestorów, jednak nadal bardziej w formie „wspinaczki po ścianie strachu” niż euforycznego wskakiwania do pędzącego pociągu, jak pod koniec 1999 i na początku 2000 roku. W czterdziestoletniej historii indeksu Nasdaq 100 tylko raz mieliśmy do czynienia z tak ekstremalnym okresem wzrostów – trwającym 33 tygodnie, z czego 27 zakończyło się zwyżkami, a skala wzrostu przekroczyła 100%. Dziś takiej euforii jeszcze nie widać.

- ✦ Wspólnym mianownikiem wszystkich scenariuszy opartych na doświadczeniach końca lat 90. pozostaje podwyższona zmienność i nerwowość na rynkach. Jest to koszt, który inwestorzy muszą ponosić, uczestnicząc w długiej fali wzrostowej napędzanej nową wielką rewolucją technologiczną. W 2026 roku w tym zakresie niewiele powinno się zmienić.
- ✦ Obok wciąż ekspansywnej polityki fiskalnej w głównych gospodarkach świata, także polityka monetarna powinna w 2026 roku bardziej wspierać gospodarki i rynki finansowe, niż im przeszkadzać – przynajmniej w pierwszej połowie roku. Amerykański bank centralny najprawdopodobniej nie zakończył jeszcze cyklu obniżek stóp procentowych, biorąc pod uwagę utrzymującą się pod kontrolą inflację oraz stagnację na rynku pracy. Dodatkowo zbliżająca się zmiana na stanowisku szefa Fed oraz wyraźnie gołębie nastawienie prezydenta Donalda Trumpa do poziomu stóp procentowych sugerują, że obniżki kosztu pieniądza w USA mogą być głębsze, niż wynikałoby to wyłącznie z potrzeb gospodarki – podobnie jak miało to miejsce podczas panicznych cięć jesienią 1998 roku. Taki scenariusz sprzyjałby utrzymywaniu się raczej słabszego niż silniejszego

dolara, wspierając aktywa ryzykowne oraz poprawiając dostęp do płynności na rynkach finansowych

- ✦ Ankieta Bank of America przeprowadzona wśród zarządzających funduszami w pierwszej połowie grudnia 2025 roku wskazuje na wysoki poziom rynkowego optymizmu. Odnotowano rekordowo niski udział gotówki w portfelach, wyraźne przeważenie akcji oraz oczekiwania silniejszego wzrostu gospodarczego i dalszej poprawy wyników spółek. Praktycznie nikt nie obawia się recesji, a większość akceptuje podwyższony poziom ryzyka inwestycyjnego.

Tak powszechnie dobre nastroje mogą budzić niepokój i zdrowy sceptycyzm, jednak warto zauważyć, że rok wcześniej podobne wskaźniki wyglądały niemal identycznie. Ostatecznie pozytywne nastawienie inwestorów do rynków i gospodarek w 2025 roku okazało się uzasadnione, choć przez pewien czas wydawało się, że większość się myliła.

- ✦ Jedynym wyraźnym błędem zarządzających była wiara w „wyjątkowość Ameryki” i koncentracja portfeli wyłącznie na Wall Street. Dziś sytuacja jest inna – zainteresowanie inwestorów przesunęło się poza USA, szczególnie w stronę rynków wschodzących, ale także Europy. Nie twierdzimy, że bez podstaw, jednak możliwe, że tym razem to nadmierny sceptycyzm wobec Wall Street okaże się kosztowny. Determinacja administracji Donalda Trumpa do pobudzenia wzrostu gospodarczego i poprawy nastrojów przed wyborami połówkowymi do Kongresu jesienią 2026 roku może być większa, niż obecnie zakłada rynek. Jednocześnie pozycja lidera w rewolucji AI, mimo starań Chin, wciąż należy do Stanów Zjednoczonych. Jeśli temat sztucznej inteligencji nadal będzie dominował na rynkach finansowych, a wszystko na to wskazuje, amerykańskie spółki pozostaną naturalnym wyborem inwestorów. Ostatecznie to wyniki finansowe firm determinują trendy giełdowe, a obecne prognozy na 2026 rok – podobnie jak rok wcześniej – nadal premiąją spółki z USA.



### USA

**Spśród 21 analityków ankietowanych przez Bloomberg nie znalazł się ani jeden, który prognozowałby spadek indeksu S&P 500 na koniec roku. My również takiego scenariusza nie zakładamy. Jeśli obecne prognozy się sprawdzą, a zyski spółek z indeksu S&P 500 wzrosną o blisko 15% – przy jeszcze silniejszej dynamice w segmencie małych i średnich firm oraz przy dalszej demokratyzacji hossy – trudno wyobrazić sobie ujemne stopy zwrotu na Wall Street.**

- ✦ W drugim półroczu ubiegłego roku nastąpiła wyraźna poprawa prognoz wzrostu gospodarczego USA na 2026 rok. Obecnie oczekuje się wzrostu PKB na poziomie około 2%, czyli zgodnie z założeniami sprzed inauguracji drugiej kadencji Donalda Trumpa. Podobnie kształtują się prognozy wyników spółek z indeksu S&P 500, które wskazują na średni wzrost zysków na akcję rzędu 15%.

Pod koniec 2025 roku narastało przekonanie, że amerykańska gospodarka wchodzi w fazę tzw. goldilocks economy – ani zbyt silnej, ani zbyt słabej. Wzrost ma być stabilny i umiarkowany, inflacja utrzymywana w ryzach, m.in. dzięki stagnacji na rynku pracy ograniczającej presję kosztową w firmach. W takich warunkach Fed może kontynuować obniżki stóp procentowych, poprawiając sytuację finansową mniejszych firm oraz mniej zamożnych konsumentów, bardziej uzależnionych od kredytu.

Konkurencyjność amerykańskich przedsiębiorstw oraz proces odbudowy krajowej produkcji powinny być nadal wspierane przez relatywnie słabego dolara oraz dotychczasową politykę celną. Dodatkowym czynnikiem pozostają działania administracji Donalda Trumpa, zmierzające do pobudzenia wzrostu gospodarczego przed wyborami połówkowymi do Kongresu jesienią 2026 roku, m.in. poprzez zapowiedź tzw. dywidendy celnej czy dążenie do obniżenia cen paliw.

Istotnym wsparciem dla gospodarki w 2026 roku będzie także wejście w życie kluczowych zapisów Jednej Wielkiej Pięknej Ustawy, sztandarowego projektu Donalda Trumpa. Szacuje się, że dzięki obniżkom podatków, zwiększeniu zachęt inwestycyjnych i deregulacji wzrost gospodarczy mógłby zostać podniesiony nawet o 0,9%. Uwzględniając rosnące znaczenie inwestycji w centra danych niezbędne dla rozwoju rewolucji AI, możliwe jest, że kondycja gospodarki USA w 2026 roku okaże się ostatecznie silniejsza niż tylko „w sam raz”.

- ✦ Choć scenariusz przyzwoitego wzrostu gospodarczego w 2026 roku wydaje się niezagrożony, to – jak w ostatnich latach – nie można całkowicie wykluczyć ryzyka recesji. Zarówno przemysł, jak i rynek pracy pozostają w stanie stagnacji, czyli kruchej równowagi, która w sprzyjających okolicznościach może zostać zachwiana. Największym zagrożeniem pozostaje wzrost bezrobocia, którego wpływ na konsumpcję – kluczowy motor wzrostu PKB – byłby trudny do przecenienia.

Wiele wskazuje na to, że tzw. reguła Sahm, oparta na dynamice bezrobocia i sygnalizująca ryzyko recesji, może w najbliższym czasie ponownie zostać naruszona. Już od kilku miesięcy badania nastrojów konsumenckich w USA pokazują utrzymujące się obawy przed falą zwolnień i wzrostem bezrobocia. Na razie są to jednak przede wszystkim nastroje, niepotwierdzone twardymi danymi, podsycane doniesieniami o kolejnych redukcjach zatrudnienia w dużych spółkach technologicznych, często wynikających z wdrażania rozwiązań opartych na sztucznej inteligencji, a nie ze słabej kondycji finansowej firm.

Jednocześnie ostatnie ankiety wśród zarządów małych przedsiębiorstw w USA wskazują nawet na plany zwiększania zatrudnienia. Z tego względu nadal istnieje realna szansa, że stagnacja na rynku pracy nie przerodzi się w głębszą zapaść. Potencjalne przyspieszenie inwestycji w amerykańskiej gospodarce w 2026 roku lub globalne ożywienie przemysłu, podobne do tego z 1999 roku, mogłoby zakończyć trwający już dwa lata okres słabości na rynku pracy w USA.

- ✦ Obawy o miejsca pracy nie są jedynym źródłem utrzymujących się słabych nastrojów wśród amerykańskich konsumentów. Istotną rolę odgrywa także silne zróżnicowanie w ocenie obecnej i przyszłej sytuacji gospodarczej, w tym poziomu inflacji, w zależności od poglądów politycznych. Kluczowym problemem pozostają jednak trudności mniej zamożnych gospodarstw domowych, które nie wynikają z bieżącej dynamiki inflacji, lecz z wysokiego poziomu cen wielu towarów i usług osiągniętego w ostatnich pięciu latach. Dotyczy to m.in. kosztów energii, nieruchomości oraz ubezpieczeń domów, samochodów i zdrowia, które często rosły szybciej niż wynagrodzenia.

Dodatkowo im mniejsze oszczędności posiadają konsumenci – szczególnie te ulokowane na rynku kapitałowym – tym gorsze jest ich samopoczucie, co wyraźnie potwierdzają badania nastrojów. W ostatnim czasie tempo wzrostu wynagrodzeń osób o niższych dochodach było także słabsze niż w przypadku konsumentów lepiej zarabiających. W efekcie w amerykańskiej gospodarce pogłębiła się rozbieżność w zachowaniu i strukturze wydatków konsumpcyjnych, określana przez ekonomistów mianem gospodarki w kształcie litery K.

Coraz większa część wydatków konsumpcyjnych, napędzających wzrost PKB USA, przypada na wąską grupę najzamożniejszych gospodarstw domowych – około 10% społeczeństwa odpowiada już za blisko połowę konsumpcji. Skutki tego zjawiska widać zarówno w sektorze usług premium, jak hotele i kasyna w Las Vegas, jak i w zachowaniu spółek konsumpcyjnych oraz handlowych na giełdzie. Z tego powodu hossa na Wall Street nie jest wyłącznie odzwierciedleniem kondycji gospodarki i fundamentów spółek, lecz także istotnym czynnikiem napędzającym gospodarkę poprzez tzw. efekt bogactwa – podobnie jak miało to miejsce pod koniec lat 90. XX wieku.



- ✦ W 2025 roku inwestycyjny temat związany z rewolucją AI przeszedł wyraźną metamorfozę. Uwaga inwestorów przestała koncentrować się wyłącznie na chipach i modelach językowych – na pierwszy plan wysunęły się centra danych, w których sztuczna inteligencja powstaje i funkcjonuje. Wraz z tym znacząco poszerzyło się spektrum spółek i branż powiązanych z rewolucją AI.

Centra danych trzeba budować, wyposażać w ogromne ilości sprzętu, okablowania i przełączników, a także zasilać coraz większą ilością energii i intensywnie chłodzić. W efekcie ponownie potrzebni okazali się bohaterowie poprzedniej rewolucji internetowej. Akcje Cisco wyrównały rekord z marca 2000 roku, a spółki budujące sieci światłowodowe przeżywają drugą młodość. Producenci tradycyjnych kart pamięci i dysków twardych zyskali uznanie inwestorów porównywalne z tym, którym jeszcze niedawno cieszyła się Nvidia.

Pojawiają się oczywiście opinie, że mamy do czynienia z kolejną odstoną bańki spekulacyjnej, biorąc pod uwagę skalę zapowiadanych nakładów inwestycyjnych na nowe centra danych. I jest w tym sporo racji – tak właśnie rodzi się bańka wokół prawdziwej rewolucji technologicznej. Ma ona swoje etapy i w każdym z nich innych bohaterów. Trudno zbudować rynkową euforię w oparciu o dwie spółki, takie jak Nvidia czy niepubliczny OpenAI.

Ekscytacja (hype) centrami danych jest kolejną, choć naszym zdaniem nie ostatnią, fazą pęczniejącej bańki wokół rewolucji AI. Można zakładać, że jej końcowy etap obejmie przede wszystkim spółki wykorzystujące istniejące już rozwiązania AI jako fundament własnych modeli biznesowych – podobnie jak trzy dekady temu internetowa infrastruktura stała się podstawą działalności takich firm jak Pet.com, Webvan czy eToys. Ten etap rynkowego szaleństwa z pewnością kiedyś nadejdzie, ale nie wydarzył się w 2025 roku i prawdopodobnie nie nastąpi jeszcze w 2026 roku.

- ✦ Zastanawiająca, a zarazem nieco niepokojąca, jest zgodność wśród strategów rynkowych co do zachowania głównego indeksu akcji na Wall Street w 2026 roku. Spośród 21 analityków ankietowanych przez Bloomberg nie znalazł się ani jeden, który prognozowałby spadek indeksu S&P 500 na koniec roku. My również takiego scenariusza nie zakładamy, ponieważ już dziś trudno zbudować wiarygodną wizję, w której w 2026 roku dochodzi do pęknięcia bańki spekulacyjnej wokół AI, jednocześnie z wyraźnym pogorszeniem koniunktury w USA i gwałtownymi rewizjami prognoz zysków spółek.

Rok 2026 nie musi więc oznaczać powtórki z 2000 roku. Jeśli obecne prognozy się sprawdzą, a zyski spółek z indeksu S&P 500 wzrosną o blisko 15% – przy jeszcze silniejszej dynamice w segmencie małych i średnich firm oraz przy dalszej demokratyzacji hossy – trudno wyobrazić sobie ujemne stopy zwrotu na Wall Street.

Co więcej, większość strategów zakłada obecnie umiarkowany wzrost indeksu S&P 500, rzędu 10% w 2026 roku. W kontekście trwającej hossy, którą wielu określa mianem bańki spekulacyjnej, taki wynik brzmi raczej zachowawczo. Jeśli bańka wokół rewolucji AI nadal będzie się powiększać, stopy zwrotu – zwłaszcza w sektorze technologicznym i branżach powiązanych z AI – mogą okazać się wyraźnie wyższe.

### EUROPA ZACHODNIA

**Spółki ze Starego Kontynentu są wciąż wyraźnie tańsze niż te notowane w USA. Europa, dzięki faktycznemu wdrażaniu pro wzrostowych działań fiskalnych – zwłaszcza w Niemczech – wspólnemu finansowaniu inwestycji długiem, relatywnie niskim stopom procentowym, stabilnemu konsumentowi i zdrowemu sektorowi bankowemu, może być w 2026 roku traktowana jako niemal równorzędny konkurent dla USA, Japonii i rynków wschodzących w walce o kapitał inwestorów.**

- ✦ W 2025 roku na Starym Kontynencie dominowały spółki finansowe, a szerzej – spółki typu value, w tym firmy użyteczności publicznej, surowcowo-przemysłowe oraz przemysłowe. Indeks europejskiego sektora bankowego był bezapelacyjnym zwycięzcą, rosnąc w ubiegłym roku o ponad 80%, czyli dwukrotnie silniej niż akcje Nvidii. Co więcej, w ciągu ostatnich trzech lat, od początku hossy napędzanej rewolucją AI, banki ze strefy euro zyskały niemal tyle samo co dziesięć największych spółek z indeksu S&P 500.

Dzięki temu europejskie giełdy, w których sektor finansowy ma istotny udział, mogą pochwalić się bardzo dobrymi wynikami – i to nie tylko w 2025 roku. Biorąc pod uwagę solidne fundamenty banków, poziom stóp procentowych, które w strefie euro raczej nie spadną już znacząco, ograniczoną skalę odpisów na złe kredyty, wciąż relatywnie atrakcyjne wyceny, wysokie dywidendy oraz stopniowe ożywienie akcji kredytowej, sektor bankowy może pozostać ważnym filarem europejskich indeksów akcji także w 2026 roku.

- ✦ W 2026 roku inwestorzy największe nadzieje wiążą z uruchomieniem niemieckiej „bazuki fiskalnej” oraz dalszymi szeroko zakrojonymi inwestycjami europejskimi w zieloną transformację i zbrojenia. Trzeba jednak przyznać, że wdrażanie uzgodnionych już wiosną ubiegłego roku zmian w polityce gospodarczej Niemiec przebiega jak dotąd powoli. Na razie więcej sygnałów napływających z największej gospodarki Europy budzi niepokój i rozczarowanie niż optymizm.
- ✦ Po raz pierwszy w niemal 90-letniej historii Volkswagen zamknął fabrykę w Niemczech, w Dreźnie, a restrukturyzacja tego koncernu prawdopodobnie na tym się nie zakończy. Symboliczne jest to, że teren zakładu zostanie przeznaczony na badania nad sztuczną inteligencją i robotyką. Thyssenkrupp zapowiedział ograniczenie produkcji stali i zwolnienie 11 tys. pracowników, a podobne działania zapowiedziała także firma ZF Group.

Skala bankructw niemieckich przedsiębiorstw jest dziś najwyższa od wielu lat. W 2025 roku Niemcy po raz pierwszy odnotowały również deficyt w handlu dobrami kapitałowymi z Chinami.

- ✦ Najprostszą odpowiedzią na spadek konkurencyjności przemysłu, wynikający m.in. z wysokich kosztów energii oraz rosnącej presji ze strony chińskiego eksportu, jest wsparcie ze strony administracji publicznej. Stąd tak duże oczekiwania wobec wsparcia fiskalnego i innych mechanizmów mających ożywić niemiecki motor europejskiej gospodarki.

Poza wzrostem deficytu budżetowego i kierowaniem środków na infrastrukturę, zieloną transformację i zbrojenia, rząd Friedricha Merza planuje m.in. subsydiowanie cen energii. Równolegle na poziomie Unii Europejskiej wprowadzane są działania protekcjonistyczne, szczególnie wobec przemysłu ciężkiego. Ogłoszona w lipcu ubiegłego roku inicjatywa Made for Germany skupia już ponad 100 największych niemieckich firm, które planują zwiększyć inwestycje w kraju o ponad 700 mld euro w ciągu trzech lat.

- ✦ Coraz wyraźniej widać, że działania europejskich przywódców zaczynają przypominać politykę wspierania krajowej gospodarki znaną z zapowiedzi Donalda Trumpa. Przejawia się to zarówno w zaostrzeniu kontroli imigracji w Niemczech, jak i w deklaracjach prezydenta Francji, który podczas wizyty w Chinach zagroził wojną celną w przypadku braku ograniczenia rekordowej nadwyżki handlowej Pekinu z Europą. Oczekiwania inwestorów wobec pozytywnych zmian w europejskiej gospodarce są dziś wysokie – pozostaje mieć nadzieję, że nie zakończą się rozczarowaniem. Na razie europejskim rynkom akcji warto jednak przyznać pewien kredyt zaufania.
- ✦ W przeciwieństwie do Wall Street, gdzie małe i średnie spółki nie zdołały sprostać wysokim oczekiwaniom inwestorów liczących na probiznesowe efekty drugiej kadencji Donalda Trumpa, firmy o mniejszej kapitalizacji w Europie wyraźnie je przebiły. Z wyjątkiem Francji, która pozostawała w ogonie giełd Starego Kontynentu, segment małych i średnich spółek zbliżył się wynikami do głównych indeksów skupiających największe przedsiębiorstwa. Sprzyjała temu skala i charakter zapowiadanych działań stymulacyjnych i protekcjonistycznych, nastawionych na inwestycje, produkcję i konsumpcję wewnątrz Unii Europejskiej, a nie na wspieranie eksportu. Dla mniejszych i średnich spółek ze strefy euro, których przychody w dużej mierze pochodzą z rynku wewnętrznego, było to szczególnie korzystne. W 2026 roku trend ten powinien się utrzymać, gdy realne środki – a nie tylko zapowiedzi – zaczną trafiać do niemieckiej, a pośrednio także unijnej gospodarki.
- ✦ Od początku 2025 roku traktowaliśmy rynki europejskie jako relatywnie tanio wycenioną opcję, która w sprzyjających warunkach może przynieść atrakcyjne stopy zwrotu. Warunki te zmaterializowały się już w pierwszym kwartale 2025 roku. Choć w kolejnych kwartałach

Europa oddała część pola Wall Street i rynkom wschodzącym, napędzanym m.in. rewolucją AI oraz słabszym zachowaniem giełd niemieckiej i francuskiej, nadal pozostaje interesującą alternatywą inwestycyjną.

Spółki ze Starego Kontynentu są wciąż wyraźnie tańsze niż te notowane w USA, choć nie są już tanie w ujęciu historycznym. Europa przestała być opcją „out of the money”, ale dzięki faktycznemu wdrażaniu pro wzrostowych działań fiskalnych – zwłaszcza w Niemczech – wspólnemu finansowaniu inwestycji długim, relatywnie niskim stopom procentowym, stabilnemu konsumentowi i zdrowemu sektorowi bankowemu, może być w 2026 roku traktowana jako niemal równorzędny konkurent dla USA, Japonii i rynków wschodzących w walce o kapitał inwestorów.

### **POLSKA**

**W 2026 roku pozytywne trendy, które kształtowały polską gospodarkę w ubiegłym roku, powinny się utrzymać, a nawet nasilić. Wzrost realnego PKB może przyspieszyć do niemal 4%, wspierany przez wciąż silną konsumpcję, wyraźne odbicie inwestycji oraz utrzymujący się na wysokim poziomie deficyt budżetowy. Choć inwestycje na GPW obarczone są widocznymi już czynnikami ryzyka, to można zakładać, że kilkunastoprocentowe stopy zwrotu z głównych indeksów pozostają w zasięgu i znajdują solidne uzasadnienie fundamentalne.**

- ✦ Pomimo dynamicznego wzrostu gospodarczego inflacja powinna pozostać pod kontrolą, oscylując w pobliżu celu inflacyjnego, czyli w przedziale 2–3%. Sprzyjać temu będą m.in. niski wzrost płacy minimalnej, brak silnej presji płacowej w przedsiębiorstwach, niskie ceny ropy oraz globalny proces „importu deflacji” z Chin. W takiej sytuacji Rada Polityki Pieniężnej, która istotnie obniżyła stopy procentowe w 2025 roku, wciąż ma przestrzeń do dalszego łagodzenia polityki monetarnej.

Niższe koszty pieniądza powinny wspierać zarówno konsumpcję – poprzez wzrost akcji kredytowej i mniejszą skłonność gospodarstw domowych do dalszego zwiększania oszczędności – jak i poprawę marż w przedsiębiorstwach. Trudno wskazać wyraźnie słabe punkty tego obrazu, poza wysokim deficytem budżetowym, który jak dotąd nie budzi większych obaw inwestorów zagranicznych, a przez agencje ratingowe traktowany jest głównie jako potencjalne źródło ryzyka.

- ✦ Pozostaje jeszcze problem relatywnej słabości krajowego przemysłu i eksportu, z którym polska gospodarka mierzy się od kilku lat. Nie przeszkodziło to jednak ani w solidnym wzroście gospodarczym, ani w ustanawianiu kolejnych rekordów przez rynek akcji. O ile nadmierna ekspansja fiskalna będzie musiała zostać w przyszłości ograniczona – najpewniej dopiero po wyborach w 2027 roku – o tyle szansa na odrodzenie przemysłu

i eksportu, m.in. dzięki impulsowi płynącemu z niemieckiej gospodarki, może pojawić się już w 2026 roku, dodatkowo wspierając hossę na GPW.

- ✦ Trudno oczekiwać, że wyjątkowa koincydencja czynników, która doprowadziła do najsilniejszego od trzech dekad wzrostu indeksu WIG w ubiegłym roku, powtórzy się w 2026 roku z podobną siłą. Większość fundamentów stojących za bardzo dobrym rokiem dla GPW pozostaje jednak aktualna, na czele z napływem kapitału zagranicznego oraz silnym wzrostem gospodarczym.

Sektor bankowy, kluczowy dla utrzymania hossy na warszawskim parkiecie, nadal może wspierać wzrost indeksów w 2026 roku. Choć skala dotychczasowych zwyżek oraz większy udział państwa w rekordowych wynikach banków obniżyły ich atrakcyjność, to wysokie dywidendy i globalne zainteresowanie sektorem finansowym pozostają solidnym fundamentem dla kontynuacji trendu.

- ✦ Teoretycznie silny wzrost PKB oraz potencjalne odbicie w przemyśle i eksporcie powinny sprzyjać małym i średnim spółkom, które mogłyby zakończyć 2026 rok z wyższą stopą zwrotu niż duże podmioty. Dopóki jednak głównym motorem rynku pozostaje napływ kapitału z zagranicznych funduszy, a poprawa wyników mniejszych firm nie jest jeszcze powszechna i wyraźna, to spółki z indeksu WIG20 oraz największe podmioty z mWIG40 prawdopodobnie będą ciągnąć hossę – przynajmniej w pierwszej połowie roku.
- ✦ W kolejnych miesiącach zagraniczni inwestorzy mogą jednak zacząć dyskontować wzrost ryzyka politycznego związanego z wyborami parlamentarnymi w 2027 roku. Pod koniec 2026 roku możliwe jest także uwzględnianie przyszłego zacieśnienia polityki fiskalnej, do którego może dojść po wyborach. Zyski banków i spółek Skarbu Państwa – dotychczasowych liderów hossy – mogą zostać uznane za źródło zwiększenia dochodów budżetowych, czego zapowiedzią może być ostatnie podniesienie podatku CIT dla banków.

Na razie są to jednak wyłącznie potencjalne czynniki ryzyka. Obecnie można zakładać, że kilkunastoprocentowe stopy zwrotu z głównych indeksów GPW pozostają w zasięgu i znajdują solidne uzasadnienie fundamentalne.

### RYNKI WSCHODZĄCE

**Czynniki, które kształtowały trendy na rynkach wschodzących w 2025 roku, pozostają w grze i nadal powinny sprzyjać wzrostom indeksów giełdowych. Cykl obniżek stóp procentowych – zarówno na rynkach wschodzących, jak i w USA – nie dobiegł jeszcze końca, a dolar może nadal poruszać się w trendzie bocznym lub lekko spadkowym, przy braku wyraźnych przesłanek do jego trwałego umocnienia.**

- ✦ Jednym z największych zaskoczeń ubiegłego roku była siła rynków wschodzących, szczególnie widoczna w zachowaniu indeksów akcji. Co istotne, w przeciwieństwie do 2024 roku, wzrosty w 2025 roku miały szeroki charakter. Sprzyjały temu słabszy dolar, trwający globalny cykl obniżek stóp procentowych – zarówno na rynkach wschodzących, jak i w USA – oraz dobra koniunktura na rynku surowców, zwłaszcza metali przemysłowych i szlachetnych. Dodatkowym wsparciem była globalna siła sektora bankowego, który na wielu rynkach wschodzących stanowi istotną część indeksów.

Największy nominalny wkład we wzrost indeksu MSCI EM miały jednak spółki powiązane z rewolucją AI. Pięć firm – TSMC, Tencent, Alibaba, Samsung i SK Hynix – odpowiadało za około połowę wzrostu indeksu w 2025 roku. Wraz z przesunięciem uwagi inwestorów z samych modeli AI na infrastrukturę, centra danych i sprzęt, okazało się, że temat sztucznej inteligencji można skutecznie rozgrywać także poprzez spółki z rynków wschodzących, a nie wyłącznie przez Wall Street.

- ✦ Chiński rynek akcji kontynuował w 2025 roku dobrą passę z poprzedniego roku – indeksy w Hongkongu, Szanghaju i Shenzhen wzrosły o 20–30%. Wzrost ten wynikał jednak głównie z ekspansji mnożników wycen, a nie poprawy wyników spółek. Jeszcze półtora roku temu indeks MSCI China należał do najtańszych wśród rynków wschodzących, dziś sytuacja ta uległa zmianie. Nie wyklucza to jednak dalszych wzrostów – w 2026 roku prognozowany jest wyraźny wzrost zysków chińskich spółek, sięgający około 15%.

Jednocześnie nierozwiązane pozostają fundamentalne problemy chińskiej gospodarki. Kryzys na rynku nieruchomości trwa już czwarty rok, osłabiając nastroje i konsumpcję. Zapowiadane na 2026 rok działania władz mają raczej stabilizować sytuację niż prowadzić do silnego pobudzenia. W ostatnich latach kluczowym źródłem wzrostu PKB Chin był eksport, który doprowadził do rekordowej nadwyżki handlowej przekraczającej 1 bln dolarów. Trend ten prawdopodobnie utrzyma się również w 2026 roku, sprzyjając stopniowemu i kontrolowanemu umocnieniu juana oraz dalszemu zainteresowaniu inwestorów tematem technologicznej samowystarczalności Chin.

- ✦ Indie po dwóch latach dominacji wśród rynków wschodzących w 2025 roku wyraźnie spowolniły. Główne indeksy wzrosły jedynie o 8–10%, a po uwzględnieniu osłabienia rupii



dolarowe stopy zwrotu były jeszcze słabsze. Segment małych spółek zanotował nawet spadki. Indie znalazły się dodatkowo pod presją wojen handlowych oraz napięć geopolitycznych, co doprowadziło do odpływu kapitału zagranicznego.

Sytuacja zaczęła się jednak poprawiać pod koniec roku. Obniżono podatki pośrednie, inflacja wyraźnie spadła, a bank centralny rozpoczął cykl obniżek stóp procentowych. Poprawiły się dane makroekonomiczne, a prognozy zysków spółek na 2026 rok zostały podniesione do 14–17%. Choć Indie pozostają relatywnie drogie nominalnie, ich atrakcyjność na tle innych rynków wschodzących wzrosła.

- ✦ Czynniki, które kształtowały trendy na rynkach wschodzących w 2025 roku, pozostają w grze i nadal powinny sprzyjać wzrostom indeksów giełdowych. Cykl obniżek stóp procentowych – zarówno na rynkach wschodzących, jak i w USA – nie dobiegł jeszcze końca, a dolar może nadal poruszać się w trendzie bocznym lub lekko spadkowym, przy braku wyraźnych przesłanek do jego trwałego umocnienia.

Dodatkowym wsparciem pozostają pozytywne tendencje na rynku surowców, dobra kondycja globalnego sektora bankowego oraz wciąż rozgrywana przez inwestorów rewolucja AI i poszukiwanie kolejnych spółek oraz branż, które mogą na niej skorzystać. W połączeniu ze względnie dobrą kondycją gospodarek rynków wschodzących może to przełożyć się na dalszą poprawę wyników spółek, a dynamika zysków w 2026 roku może przekroczyć 15%.

Warto przy tym zwrócić uwagę, że mnożniki wycen indeksu MSCI rynków wschodzących zbliżyły się do historycznych szczytów, (choć wciąż dyskonto do Wall Street jest większe niż wieloletnia średnia). Dlatego też powtórzenie ponad 30-procentowych wzrostów z 2025 roku wydaje się mało prawdopodobne. Biorąc pod uwagę, że dziś niemal wszyscy zarządzający ankietowani przez Bank of America stawiają na rynki wschodzące jako najlepszy region do inwestycji w 2026 roku i wyraźnie przeważają je w swoich portfelach, mamy też wątpliwości, czy to indeks MSCI rynków wschodzących ponownie będzie zwycięzcą tegorocznego rankingu stóp zwrotu. Walka o tytuł lidera będzie zacięta i na dziś jej rezultat wcale nie jest przesądzony.

### OBLIGACJE

**Cykl luzowania polityki pieniężnej w Polsce zbliża się do końca. W naszym scenariuszu bazowym RPP dokona jeszcze dwóch obniżek stóp procentowych po 25 pb, prowadząc stopę referencyjną do poziomu 3,5%, który następnie utrzyma przez dłuższy czas. Otoczenie inflacyjne pozostanie relatywnie sprzyjające i może okresowo podsycać oczekiwania na głębszy cykl obniżek, szczególnie w pierwszej połowie 2026 roku. Niemniej przy utrzymującym się wysokim deficycie fiskalnym nie dostrzegamy obecnie gotowości RPP do dalszego luzowania w skali przekraczającej łącznie 50 pb.**

- ✦ Choć nie spodziewamy się problemów z finansowaniem tegorocznych potrzeb pożyczkowych państwa, to zbliżające się wybory parlamentarne w 2027 roku oraz rosnące ryzyko polityczne nie sprzyjają konsolidacji fiskalnej. W efekcie zakładamy, że rentowność 10-letnich obligacji skarbowych na koniec roku będzie nieznacznie niższa niż obecnie i ukształtuje się w przedziale 4,75–5,00%, wobec 5,15% na koniec 2025 roku.
- ✦ Globalne otoczenie pozostanie raczej neutralne dla krajowych obligacji. Mimo spadku stóp procentowych rentowności obligacji długoterminowych – zarówno w Europie, jak i w USA – nadal utrzymują się w górnym przedziale wahań z ostatnich lat. Czynniki stojące za ich podwyższonym poziomem nie znikną w 2026 roku, przede wszystkim ze względu na dużą podaż długu ze strony rządów i przedsiębiorstw, co ogranicza przestrzeń do spadku premii terminowej.
- ✦ W strefie euro cykl luzowania polityki pieniężnej został najprawdopodobniej zakończony. W warunkach stopniowego ożywienia gospodarczego, wspieranego stymulacją fiskalną w Niemczech oraz napływem środków unijnych, brak jest przesłanek do istotnego spadku inflacji, który uzasadniałby powrót do głębszych obniżek stóp. Obecna rynkowa wycena dalszego luzowania ma raczej charakter zabezpieczenia na wypadek gwałtownego pogorszenia koniunktury. W efekcie oczekujemy, że na koniec roku rentowności obligacji w strefie euro pozostaną zbliżone do obecnych poziomów.
- ✦ Większy potencjał wzrostu cen obligacji widzimy w Stanach Zjednoczonych, jednak dotyczy on głównie papierów o krótszym terminie zapadalności, do pięciu lat. Segment ten powinien korzystać ze spadku stóp procentowych Fed w kierunku 3%. Rentowności obligacji 10-letnich nie muszą jednak podążać tym trendem – luźna polityka fiskalna może je stabilizować na poziomach zbliżonych do obecnych lub jedynie nieznacznie niższych, podobnie jak w strefie euro.
- ✦ Pod koniec bieżącego roku globalna dyskusja coraz częściej będzie przesuwać się w stronę terminów rozpoczęcia przyszłego cyklu podwyżek stóp procentowych. Choć nie jest to perspektywa bliska, po znaczącym złagodzeniu polityki pieniężnej w ostatnich dwóch latach taki kierunek myślenia rynków w horyzoncie kilku kwartałów wydaje się naturalny.

- ✦ Istotnym znakiem zapytania pozostaje zmiana na stanowisku szefa Fed, która może zwiększyć prawdopodobieństwo głębszych obniżek stóp, niż obecnie oczekuje rynek. Nie należy jednak traktować takiego scenariusza jako jednoznacznie korzystnego dla amerykańskiego rynku obligacji. Luzowanie polityki pieniężnej wbrew sygnałom makroekonomicznym mogłoby bowiem pogłębić proces spadku rentowności obligacji krótkoterminowych, przy jednoczesnym wzroście rentowności papierów długoterminowych i osłabieniu dolara.
- ✦ Kluczowe ryzyka w obie strony dla naszego scenariusza bazowego koncentrują się niezmiennie wokół polityki fiskalnej oraz geopolityki. Pozytywnym impulsem mogą stać się jakiegokolwiek oznaki konsolidacji fiskalnej. Na dziś jest to jednak mało prawdopodobny scenariusz. Spośród geopolitycznych wstrząsów zdecydowanie pozytywny wpływ na krajowe aktywa miałyby zakończenie konfliktu na Ukrainie. Rynek oczekiwałby wówczas niższych cen energii, a więc i nowej przestrzeni do obniżek stóp procentowych, jak również mniejszej presji na wydatki zbrojeniowe. Z drugiej strony możliwe są negatywne szoki prowadzące do wzrostu cen surowców, wojny handlowe bądź inne konflikty destabilizujące nastroje na rynkach.
- ✦ Nadpłynność sektora bankowego, dalszy napływ środków do funduszy dłużnych oraz szybki wzrost gospodarczy ograniczający ryzyko kredytowe pozostaną istotnym wsparciem dla krajowego rynku obligacji korporacyjnych. Jednocześnie relatywną atrakcyjność tego segmentu oceniamy obecnie jako najniższą od kilku lat.
- ✦ Premia oferowana przez największych i najbardziej wiarygodnych emitentów ponad papiery z gwarancją Skarbu Państwa w wielu przypadkach spadła niemal do zera, co sprawia, że to właśnie obligacje skarbowe uznajemy za bardziej preferowaną alternatywę. Bez dalszego spadku oczekiwanych marż na skarbowe papiery o zmiennym kuponie trudno oczekiwać istotnego zawężania marż kredytowych w segmencie emitentów o ratingu inwestycyjnym.
- ✦ Analogiczne zależności widoczne są na globalnym rynku obligacji korporacyjnych, gdzie spread względem papierów skarbowych znajduje się na najniższych poziomach od wielu lat. W efekcie poprawia to relację zysku do ryzyka obligacji skarbowych w porównaniu z papierami przedsiębiorstw.
- ✦ Z uwagi na wciąż wysokie stawki rynku pieniężnego bardzo atrakcyjne pozostają w naszej ocenie fundusze płynnościowe. Opóźnienie w dostosowywaniu wysokości kuponów podnosi dodatkowo ich relatywną dochodowość. Mimo, że nie widzimy przestrzeni do istotnych spadków rentowności, to wciąż uważamy, że nawet przy stabilnych rentownościach obligacje długoterminowe mogą oferować bardzo przyzwoite realne stopy zwrotu. Oznacza to, że oba typy funduszy dłużnych z powodzeniem mogą

konkurować z lokatami bankowymi, a co więcej powinny przynieść realnie dodatni wynik istotnie powyżej inflacji.

### Złoto

**W scenariuszu bazowym prognozujemy dalszy wzrost kursu złota w dolarze w horyzoncie roku. Spodziewamy się jednak, że dynamika tego wzrostu będzie niższa niż dynamika z 2025 roku czy średnia z ostatnich trzech lat.**

✦ W 2025 roku cena złota wyrażona w dolarze amerykańskim wzrosła o 67%, z 2609 USD do 4367 USD za uncję, kilkakrotnie ustanawiając nowe historyczne maksima. Inwestycja w kruszec po raz kolejny okazała się najbardziej dochodowa spośród szerokich klas aktywów denominowanych w dolarze, wyprzedzając zarówno amerykańskie akcje, jak i obligacje. Kierunek ruchu cen złota oraz jego relatywna siła były zgodne z naszymi oczekiwaniami formułowanymi na początku i w trakcie roku. Niedościgniona okazała się jednak skala wzrostów, która wyraźnie przekroczyła rynkowe prognozy.

✦ Przyspieszenie wzrostu cen złota w pierwszym półroczu 2025 roku było w dużej mierze efektem zaskakujących działań nowej administracji amerykańskiej w obszarze geopolityki i handlu. Doprowadziły one do bezprecedensowego wzrostu niepewności oraz zwiększyły prawdopodobieństwo negatywnych scenariuszy dla bezpieczeństwa i globalnego wzrostu gospodarczego.

Taka kombinacja czynników stworzyła sprzyjające warunki do wzrostu popytu na złoto ze strony wszystkich kluczowych grup uczestników rynku. Spójna reakcja inwestorów na narastający chaos decyzyjny w polityce USA oraz rosnąca świadomość potencjalnych konsekwencji zmiany priorytetów amerykańskiej administracji wyniosły cenę kruszcu na nowy historyczny szczyt.

✦ Nowe paradygmaty amerykańskiej polityki zagranicznej zarysowane w 2025 roku wyraźnie zwiększyły zainteresowanie złotem wśród inwestorów kierujących się czynnikami geopolitycznymi. Odejście administracji Donalda Trumpa od podejścia opartego na wartościach i multilateralizmie na rzecz twardej Realpolitik, podważanie dotychczasowych sojuszy, agresywna polityka handlowa oraz regularne groźby użycia presji militarnej i gospodarczej osłabiły wiarygodność USA jako globalnego stabilizatora i pogorszyły postrzeganie bezpieczeństwa międzynarodowego.

Negatywny odbiór tych działań wzmacniały także kontrowersyjne deklaracje i inicjatywy wobec Kanady, Panamy, Grenlandii czy Wenezueli, a także ograniczona skuteczność administracji USA w relacjach z silniejszymi graczami, m.in. w kontekście konfliktu rosyjsko-ukraińskiego. W takich warunkach złoto po raz kolejny potwierdziło swoją rolę bezpiecznej przystani dla kapitału.

- ✦ Równie silne argumenty do zakupu złota mieli w 2025 roku inwestorzy kierujący się przesłankami makroekonomicznymi. Chaotyczne i trudne do przewidzenia decyzje administracji Donalda Trumpa w obszarze polityki handlowej podkopały zaufanie do Stanów Zjednoczonych jako stabilnego punktu odniesienia dla globalnych rynków finansowych. Skutkiem był częściowy odwrót od amerykańskich aktywów, w tym kontynuacja procesu dedolaryzacji rezerw przez banki centralne krajów rozwijających się.

Presja ta doprowadziła do istotnego osłabienia dolara wobec głównych walut, co dodatkowo zwiększyło atrakcyjność złota i wzmocniło popyt na kruszec. Jednocześnie niepewność wokół przyszłości handlu międzynarodowego oraz jego potencjalne ograniczenie w średnim terminie pogorszyły perspektywy globalnego wzrostu gospodarczego, podnosząc także ryzyko recesji w USA. W takich warunkach złoto po raz kolejny pełniło funkcję bezpiecznej przystani dla kapitału.

- ✦ Dodatkowym impulsem dla wzrostu cen złota był powrót Rezerwy Federalnej we wrześniu 2025 roku do szybszego i głębszego cyklu obniżek stóp procentowych, będący reakcją na pogarszające się perspektywy amerykańskiego rynku pracy. Spadek rentowności instrumentów pieniężnych i dłużnych zwiększył względną atrakcyjność kruszcu jako aktywa nieoprocentowanego.

Znaczenie miała również utrata przez Stany Zjednoczone ratingu AAA u wszystkich głównych agencji ratingowych oraz pojawiające się w otoczeniu Donalda Trumpa nieortodoksyjne propozycje rozwiązania problemu kosztów obsługi długu publicznego. W takich warunkach złoto ponownie zaczęło wyraźnie wyróżniać się na tle amerykańskich obligacji skarbowych jako wiarygodne narzędzie ochrony siły nabywczej kapitału.

- ✦ Uważamy, że czynniki stojące za wzrostami cen złota w 2025 roku pozostaną aktualne także w roku bieżącym. Przed nami najpewniej kolejne lata z Donaldem Trumpem jako kluczowym aktorem amerykańskiej polityki, co prawdopodobnie nie będzie sprzyjać szybkiemu obniżeniu poziomu niepewności na rynkach finansowych.

- ✦ Coraz wyraźniej rysują się również scenariusze zmian o charakterze strukturalnym, istotnych z punktu widzenia perspektyw złota. W wymiarze geopolitycznym są to ryzyka eskalacji konfliktów oraz przesunięcia geostrategiczne wynikające z odchodzenia USA od strategii globalnego prymatu i rosnącej roli Chin. W wymiarze gospodarczym – narastający kryzys zaufania do instytucji amerykańskich, w tym Rezerwy Federalnej, oraz do roli dolara w międzynarodowym systemie monetarnym.

Co istotne, prawdopodobieństwo materializacji tych scenariuszy wydaje się dziś wyższe niż w przeszłości. W takim otoczeniu można oczekiwać dalszego wzrostu zainteresowania przechowywaniem realnej wartości kapitału poza systemem finansowym, obejmującego coraz szersze grono inwestorów. Złoto pozostaje naturalną odpowiedzią na tę potrzebę.

- ✦ W konsekwencji oczekujemy, że w 2026 roku utrzymają się wzmożone zakupy netto złota przez banki centralne krajów rozwijających się, które w ostatnich latach istotnie zmieniły postrzeganie ryzyka związanego z tradycyjnymi składnikami rezerw walutowych.

Scenariusz ten znajduje potwierdzenie zarówno w deklaracjach bankierów centralnych, jak i w szacunkach docelowego udziału złota w ich rezerwach.

- ✦ Dodatkowym wsparciem dla cen kruszcu pozostaje popyt ze strony inwestorów zachodnich, który wyraźnie wzrósł w 2025 roku, co widać m.in. w dynamice napływów do funduszy ETF opartych na złocie. Utrzymujące się środowisko podwyższonej niepewności, napięć geopolitycznych oraz obniżających się stóp procentowych w gospodarkach rozwiniętych sprzyja kontynuacji tego trendu.
- ✦ Coraz istotniejszą rolę po stronie popytu zaczynają odgrywać także inwestorzy z Chin. Rosnąca skłonność do oszczędzania, ryzyka związane z lokalnymi klasami aktywów – przede wszystkim rynkiem nieruchomości – oraz ograniczenia w handlu bitcoinem kierują coraz większy strumień kapitału na rynek złota. W efekcie utrzymująca się od kilku lat nierównowaga między popytem a podażą kruszcu ma solidne podstawy do dalszej kontynuacji.

W scenariuszu bazowym zakładamy dalszy wzrost kursu złota w dolarze w horyzoncie roku, przy czym jego dynamika powinna być niższa niż w 2025 roku oraz niż średnia z ostatnich trzech lat. Widzimy kilka czynników, które mogą sprzyjać temu wyhamowaniu. Po pierwsze, rynek w dużej mierze oswoił się już z podwyższoną niepewnością wynikającą z nieortodoksyjnego stylu prowadzenia polityki przez Donalda Trumpa. Po drugie, tempo i zakres prób głębokiego przemodelowania relacji wewnętrznych i zewnętrznych USA wyraźnie osłabły, napotykając bariery instytucjonalne i gospodarcze, co chwilowo ograniczyło liczbę potencjalnych impulsów wzrostowych dla złota.

Dodatkowo należy brać pod uwagę scenariusze zmniejszenia ryzyka stagflacji, mniej agresywnego luzowania polityki monetarnej w głównych gospodarkach oraz częściowego uspokojenia napięć geopolitycznych. Złoto pozostaje w naszej ocenie kluczowym elementem zdywersyfikowanego portfela i skutecznym zabezpieczeniem przed zdarzeniami skrajnymi, jednak po 67% wzroście ceny w 2025 roku obniżamy krótkoterminowe oczekiwania co do tempa dalszych zwyżek.







## Nota prawna

Niniejszy materiał ma wyłącznie charakter promocyjny. Opracowany został przez Investors TFI S.A. w związku z zarządzaniem funduszami inwestycyjnymi. Materiał oraz zawarte w nim prognozy stanowią wyłącznie wyraz poglądów jego autora i oparte zostały na stanie wiedzy aktualnym na dzień jego sporządzenia. Przy sporządzeniu materiału i zawartych w nim prognoz oparto się na informacjach pozyskanych z powszechnie dostępnych i uznanych za wiarygodne źródła, dokładając należytej staranności, aby informacje zamieszczone w niniejszym materiale były rzetelne, niemniej jednak nie można zagwarantować ich poprawności, kompletności i aktualności. Investors TFI S.A. zastrzega sobie możliwość zmiany przedstawionych opinii, w tym w przypadku zmiany sytuacji rynkowej, bez konieczności powiadamiania o niej adresatów niniejszego materiału. Investors TFI S.A. nie gwarantuje ziszczenia się scenariuszy lub prognoz zamieszczonych w niniejszym materiale, w szczególności przedstawione informacje (historyczne i prognozowane) nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości.

Materiał niniejszy nie stanowi oferty publicznej ani publicznego oferowania w zakresie nabycia lub sprzedaży jakichkolwiek papierów wartościowych ani oferty w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny. Nie stanowi również rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Podane informacje nie mogą być traktowane jako usługa doradztwa inwestycyjnego lub innego typu doradztwa, w tym świadczenia pomocy prawnej. Wnioski wyciągnięte na podstawie przedstawionych komentarzy i prognoz nie powinny stanowić samodzielnej podstawy jakichkolwiek decyzji inwestycyjnych. Niniejszy materiał nie zawiera pełnych informacji niezbędnych do oceny ryzyka związanego z inwestycją w papiery wartościowe oraz inne instrumenty finansowe. Decyzje inwestycyjne co do inwestowania w fundusz powinny być podejmowane w oparciu o informacje obejmujące w szczególności: opis czynników ryzyka, zasady sprzedaży jednostek uczestnictwa, tabelę opłat manipulacyjnych oraz szczegółowe informacje podatkowe zawarte w Prospekcie Informacyjnym funduszu oraz informacje zawarte w dokumencie Kluczowe informacje dla inwestorów. Prospekt Informacyjny funduszu oraz Kluczowe Informacje dla inwestorów, dostępne są w punktach dystrybucji funduszu, w siedzibie Investors TFI S.A. oraz na stronie internetowej [www.investors.pl](http://www.investors.pl). Dotychczasowe wyniki funduszy inwestycyjnych nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Investors TFI S.A. ani zarządzane przez nie fundusze nie gwarantują osiągnięcia założonych celów inwestycyjnych funduszy. Wartość jednostek uczestnictwa może cechować się dużą zmiennością, w związku z czym uczestnik funduszu powinien liczyć się z możliwością utraty części wpłaconego kapitału. Prezentowane stopy zwrotu funduszu nie są tożsame ze stopą zwrotu z inwestycji osiągniętą przez uczestnika funduszu, gdyż nie uwzględniają opłat manipulacyjnych pobieranych przy nabyciu jednostek uczestnictwa i podatków. Przy nabyciu jednostek uczestnictwa funduszy pobierana jest opłata manipulacyjna na zasadach i w wysokości określonej w Prospekcie Informacyjnym funduszu. Zyski osiągnięte z inwestycji w jednostki uczestnictwa funduszy obciążone są podatkiem od dochodów kapitałowych, na podstawie Ustawy z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych. Investors Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. jest podmiotem prowadzącym działalność na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego udzielonego decyzją nr DFI/W/4030-30-1-3431/05 z dnia 12 lipca 2005 r. w zakresie tworzenia funduszy inwestycyjnych i zarządzania nimi, w tym pośrednictwa w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa, reprezentowania ich wobec osób trzecich oraz zarządzaniu zbiorczym portfelem papierów wartościowych.

Data sporządzenia: 12.01.2026 r.

**Investors Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.**

Zebra Tower | ul.Mokotowska 1 | 00-640 Warszawa

tel. +48 22 378 9100 | fax +48 22 378 9101

[www.investors.pl](http://www.investors.pl) | [office@investors.pl](mailto:office@investors.pl)