

Podsumowanie 2025 i perspektywy na 2026

Od globalnej
dezinflacji,
do rosnącej premii
terminowej

Jaki może być 2026 na rynku
amerykańskiego długu
skarbowego?

Na jakie trendy na europejskim rynku
warto zwrócić uwagę?

Czego spodziewamy się
na rynkach akcyjnych?

Styczeń
2026

Od globalnej dezinflacji do rosnącej premii terminowej

Podsumowanie 2025 i nasza perspektywa na 2026

Drodzy Inwestorzy,

Rok temu, formułując nasze prognozy na 2025 rok, spodziewaliśmy się podwyższonej zmienności, głównie za sprawą realizacji części obietnic wyborczych Donalda Trumpa. Można powiedzieć, że ubiegły rok potwierdził te oczekiwania z nawiązką, co było widoczne w notowaniach praktycznie każdej klasy aktywów. Tym bardziej jesteśmy wdzięczni za obdarzenie nas zaufaniem oraz zainteresowanie ofertą Alior TFI S.A. („Alior TFI”).

Pomimo globalnej niepewności, bycie zainwestowanym w ubiegłym roku się opłaciło, szczególnie w przypadku osób, które zdecydowały się na polski rynek. Indeks WIG zakończył rok ze stopą zwrotu przekraczającą 40%, a indeks polskich obligacji skarbowych TBSP zyskał ponad 9%. Wyniki te były korzystne dla inwestorów nie tylko w ujęciu nominalnym, lecz także po uwzględnieniu inflacji, której dynamika w ciągu roku spadła z 4,9% w styczniu do 2,4% według wstępnego odczytu za grudzień. Oczywiście dobre zachowanie indeksów miało pozytywny wpływ na notowania funduszy zarządzanych przez Alior TFI. Nawet nasz najbezpieczniejszy subfundusz, **ALIOR Ostrożny Obligacji Uniwersalny**, przyniósł blisko 6% zysku, co jest wynikiem wyraźnie przewyższającym inflację.

Choć zakładamy, że kolejny rok może być mniej spektakularny niż 2025 pod względem stóp zwrotu na głównych klasach aktywów, pozostajemy optymistycznie nastawieni do nadchodzących miesięcy. Uważamy, że nasz scenariusz makroekonomiczny, zakładający inflację oscylującą wokół celu NBP, w połączeniu z przyspieszeniem wzrostu gospodarczego, powinien sprzyjać rynkowi akcji.

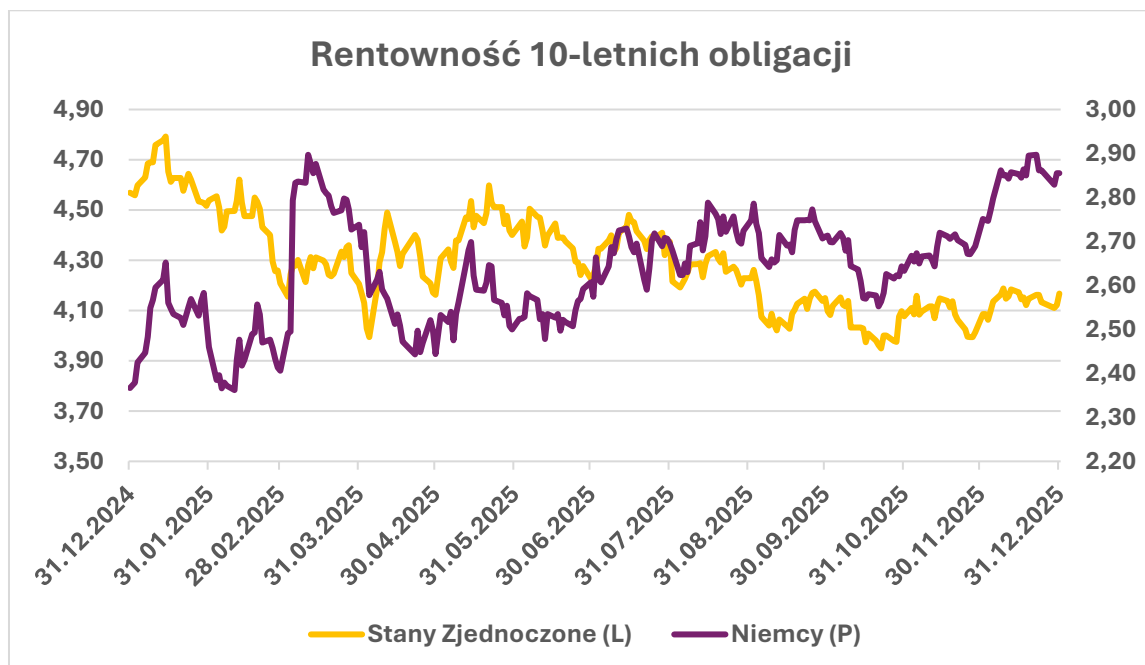
Z kolei obligacje, mimo że cykl obniżek stóp procentowych zmierza ku końcowi, wciąż oferują rentowności na poziomie około 3,5% do 5%, w zależności od terminu zapadalności. Nawet biorąc pod uwagę, naszym zdaniem, ograniczone pole do dalszego wzrostu ich cen, poziom ten powinien być satysfakcjonujący dla inwestorów, którym zależy na ochronie majątku przed inflacją poprzez ekspozycję na obligacje.

Tym pozytywnym akcentem chcielibyśmy zachęcić Państwa do zapoznania się z przygotowanym przez nas materiałem oraz życzyć wszystkiego najlepszego w kolejnym roku, w tym jak najwyższych stóp zwrotu z inwestycji.

Zespół Alior TFI

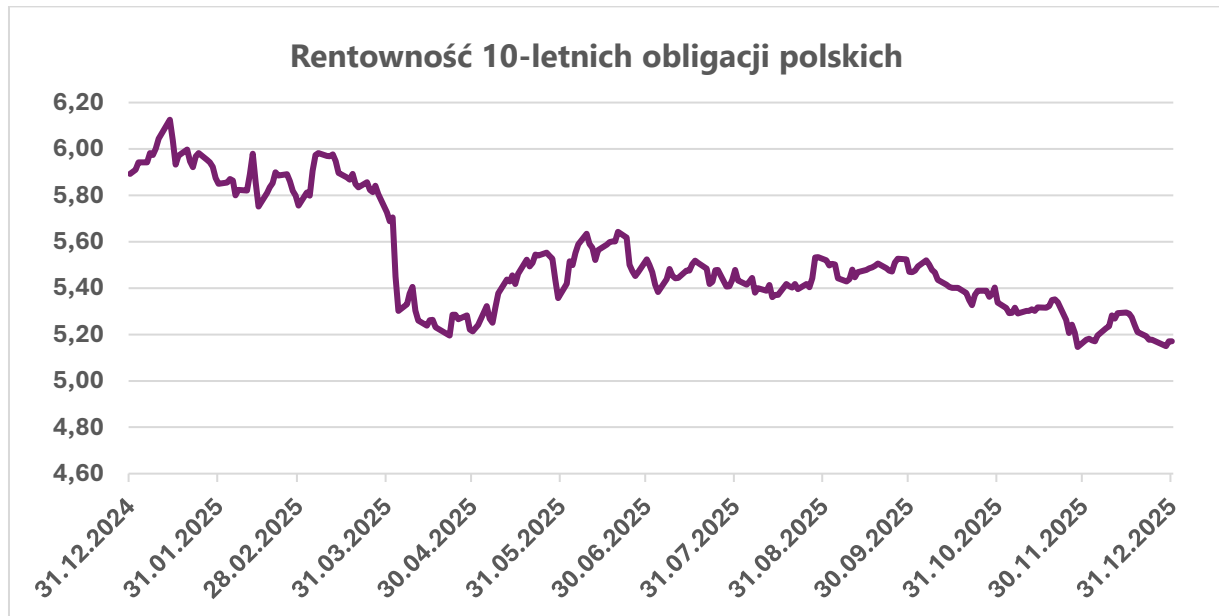


W 2025 roku obligacje skarbowe zachowywały się różnie w zależności od rynku. Na wykresie poniżej przedstawiono zmianę rentowności 10-letnich obligacji skarbowych USA oraz Niemiec. Co istotne i dość rzadkie, w ubiegłym roku zaobserwowano znaczącą różnicę w kierunku zmian krzywej rentowności. W Stanach Zjednoczonych rentowności spadły, natomiast w Niemczech wzrosły.



Źródło: Opracowanie własne Alior TFI na podstawie danych z Bloomberg

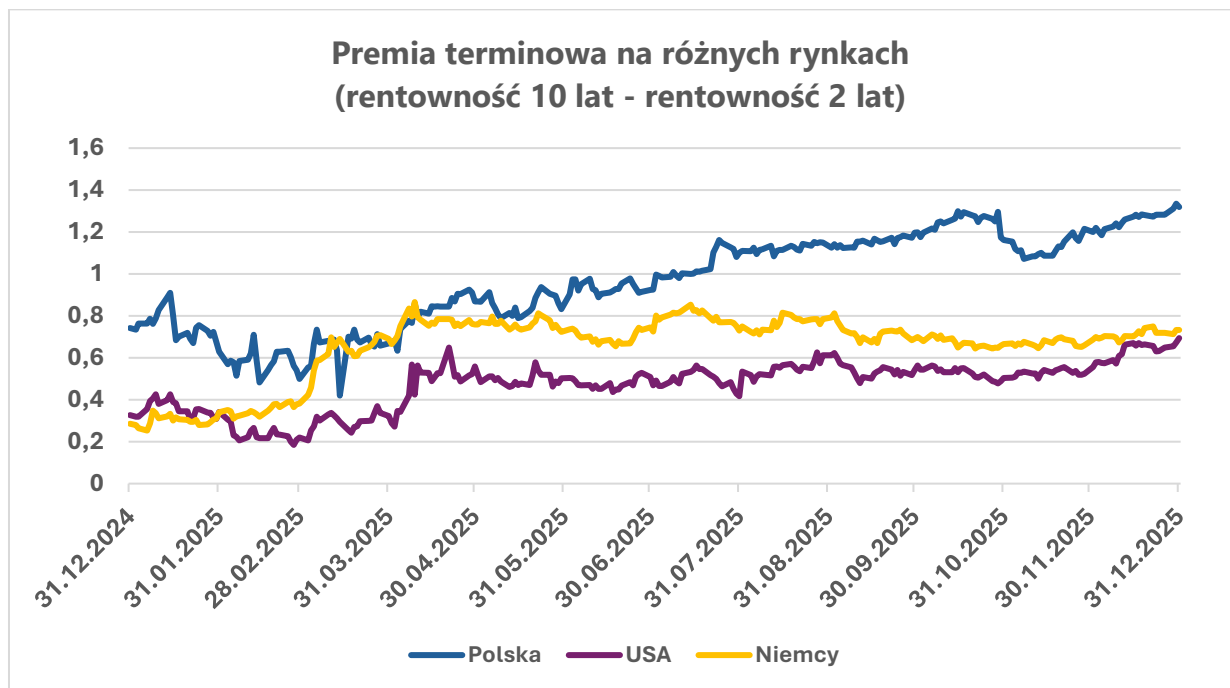
Skutkowało to tym, że inwestorzy lokujący kapitał w niemieckie papiery skarbowe na koniec roku mogli odnotować straty, mimo otrzymywanych odsetek. Rynkiem, który wyróżnił się najbardziej pozytywnie, była Polska. Rentowności polskich obligacji spadły w ciągu roku aż o 72 punkty bazowe.



Źródło: Opracowanie własne Alior TFI na podstawie danych z Bloomberg

Głównym motywem, który towarzyszył notowaniom globalnych obligacji skarbowych, było wystromienie krzywej rentowności, czyli sytuacja, w której rośnie różnica pomiędzy rentownościami obligacji długoterminowych i krótkoterminowych, na przykład pomiędzy papierami dziesięcioletnimi a dwuletnimi. Różnicę tę w świecie inwestycji nazywamy **premią terminową**. Stanowi ona dodatkowe wynagrodzenie, którego inwestorzy oczekują w zamian za utrzymywanie długoterminowych papierów skarbowych. Przyczyny takiego zachowania krzywej rentowności mogą być różne, od znacznego luzowania polityki fiskalnej, przez wzrost oczekiwań inflacyjnych w średnim i długim terminie, aż po obawy dotyczące wiarygodności banku centralnego. W 2025 roku poszczególne czynniki wpływały na rynki w odmienny sposób, w zależności od regionu geograficznego, jednak efekt końcowy, czyli wystromienie krzywej rentowności, był podobny.

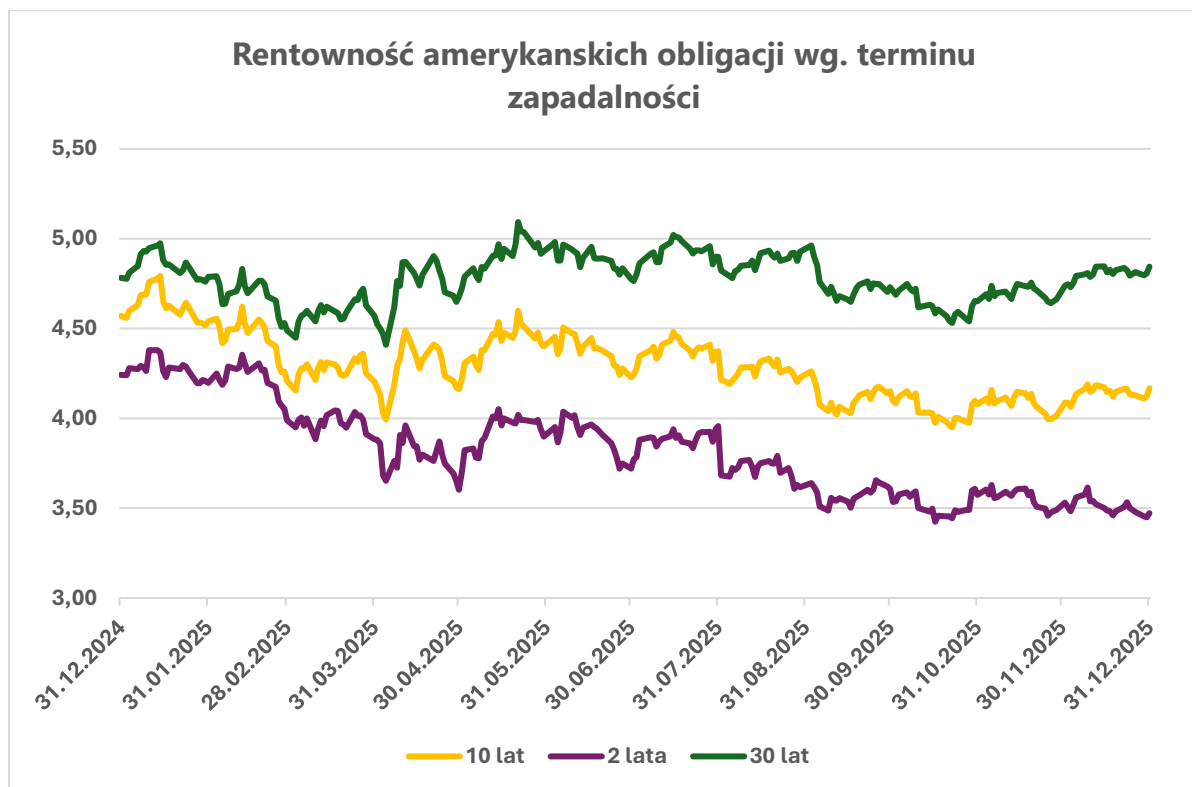
W tym miejscu warto zaznaczyć, że samo wystromienie krzywej rentowności może wiązać się zarówno ze spadkiem rentowności, wówczas rentowności na krótkim końcu spadają szybciej, jak i ze wzrostem rentowności, gdy większy wzrost obserwowany jest na długim końcu krzywej. Więcej o przyczynach zachowania obligacji w poszczególnych regionach piszemy w poniższych podsekcjach.



Źródło: Opracowanie własne Alior TFI na podstawie danych z Bloomberg



Inwestorzy lokujący kapitał w amerykańskie papiery skarbowe, pomimo dość dużej zmienności, mogą zaliczyć 2025 rok do udanych. Wystromienie dolarowej krzywej współwystępowało ze spadkiem rentowności, przy czym spadki były głębsze na krótkim końcu krzywej.



Źródło: Opracowanie własne Alior TFI na podstawie danych z Bloomberg

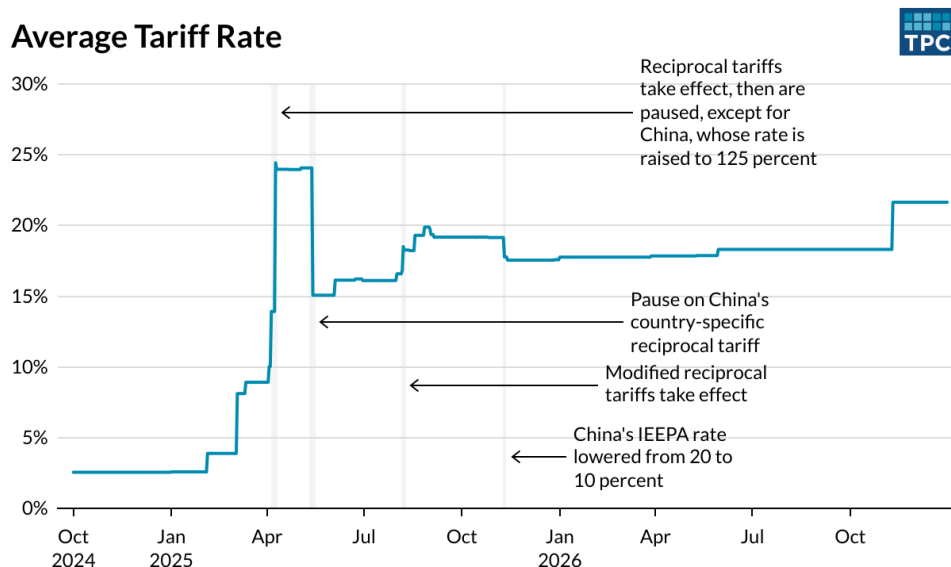
Zdecydowanie najważniejszym motywem determinującym wyceny obligacji oraz przyciągającym uwagę inwestorów była realizacja obietnic wyborczych Donalda Trumpa w zakresie cel. Prezydent USA już od pierwszego miesiąca swojej kadencji wprowadzał taryfy celne, początkowo wymierzone w Kanadę, Chiny oraz Meksyk. Skala tych działań zaskoczyła rynek, co znalazło odzwierciedlenie w spadku rentowności obligacji USA w pierwszym kwartale ubiegłego roku.

Było to konsekwencją stagflacyjnego charakteru cel dla gospodarki amerykańskiej. Z jednej strony oczekiwano, że firmy będą przerzucać wyższe koszty na konsumentów, z drugiej natomiast chaos i niepewność towarzyszące ich wprowadzaniu, w połączeniu z możliwą odpowiedzią partnerów handlowych, mogły negatywnie wpłynąć na zagregowany popyt w gospodarce USA. W pierwszych miesiącach 2025 roku przeważała narracja o osłabieniu wzrostu gospodarczego, co w połączeniu z odwróceniem się inwestorów od ryzykownych aktywów przełożyło się na bardzo dobre zachowanie amerykańskich obligacji skarbowych.

Dzień wyzwolenia?

Punktem kulminacyjnym dla rynku było nałożenie tzw. cel wzajemnych podczas wydarzenia, które administracja określiła mianem „Dnia Wyzwolenia”. W efekcie efektywna stawka celna na produkty importowane wzrosła z już podwyższonych 10% do ponad 20%. Kolejne tygodnie przyniosły jednak deeskalację, zarówno w postaci przesuwania terminów wejścia cel w życie, jak i pojawienia się pierwszych porozumień handlowych.

Average Tariff Rate



Source: TPC Tariff Rules Engine v1.0.

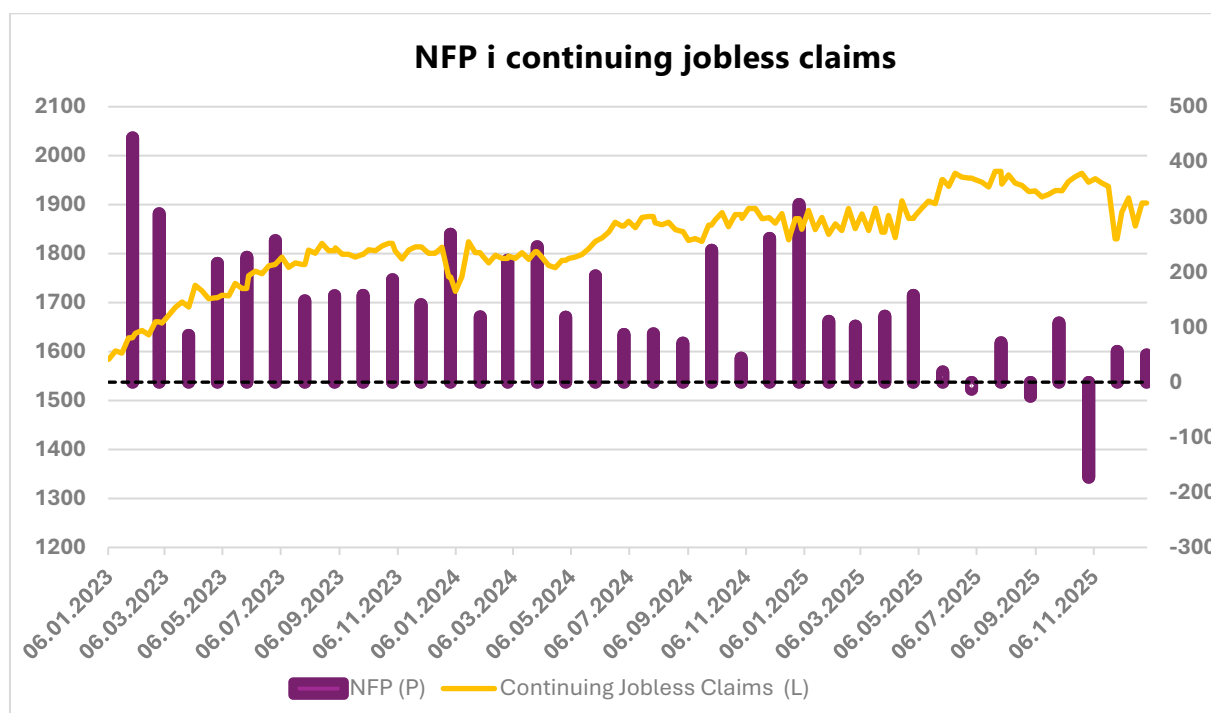
Notes: Average tariff rate on a day is the sum of tariff rates on all import flows, weighted by their 2024 import volumes.

Źródło: Tax Policy Center

Słabnący Rynek Pracy

Czynnikiem, który w drugiej połowie roku w większym stopniu niż cła wpłynął na notowania obligacji, był słabnący rynek pracy w USA, choć częściowo stanowiło to również konsekwencję wcześniejszych działań handlowych. Praktycznie od lipca napływał zestaw danych sygnalizujących pogorszenie sytuacji na rynku pracy.

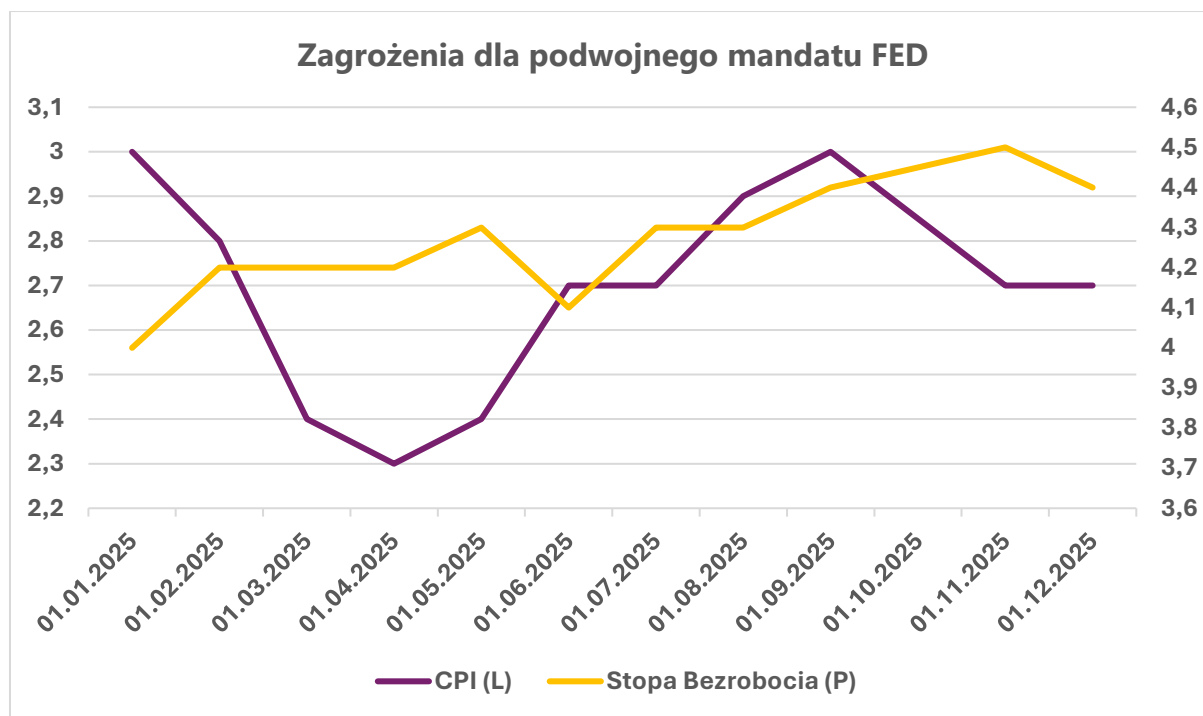
Jeden z kluczowych wskaźników opisujących jego kondycję, czyli NFP (przyrost miejsc pracy w sektorze pozarolniczym), w miesiącach letnich nie tylko spadł do poziomów obserwowanych ostatnio w okresie pandemii, ale również wcześniejsze odczyty były rewidowane w dół. Podobne sygnały pogorszenia sytuacji były widoczne także w innych danych makroekonomicznych dotyczących rynku pracy, takich jak rosnąca liczba osób kontynuujących pobieranie zasiłku dla bezrobotnych (continuing jobless claims) oraz wzrost stopy bezrobocia.



Źródło: Opracowanie własne Alior TFI na podstawie danych z Bloomberg

Ze względu na podwójny mandat Fedu, czyli utrzymanie inflacji na poziomie 2% oraz maksymalizację zatrudnienia, w obliczu pogarszającej się sytuacji na rynku pracy rynek zaczął wyceniać większą liczbę obniżek stóp procentowych, mimo że inflacja wciąż

pozostawała wyraźnie powyżej celu. Zmiana oczekiwań dotyczących przyszłego poziomu stóp procentowych przełożyła się na dalszy spadek rentowności w kolejnych miesiącach, poprzedzających faktyczne obniżki stóp przez Rezerwę Federalną.



Źródło: Opracowanie własne Alior TFI na podstawie danych z Bloomberg

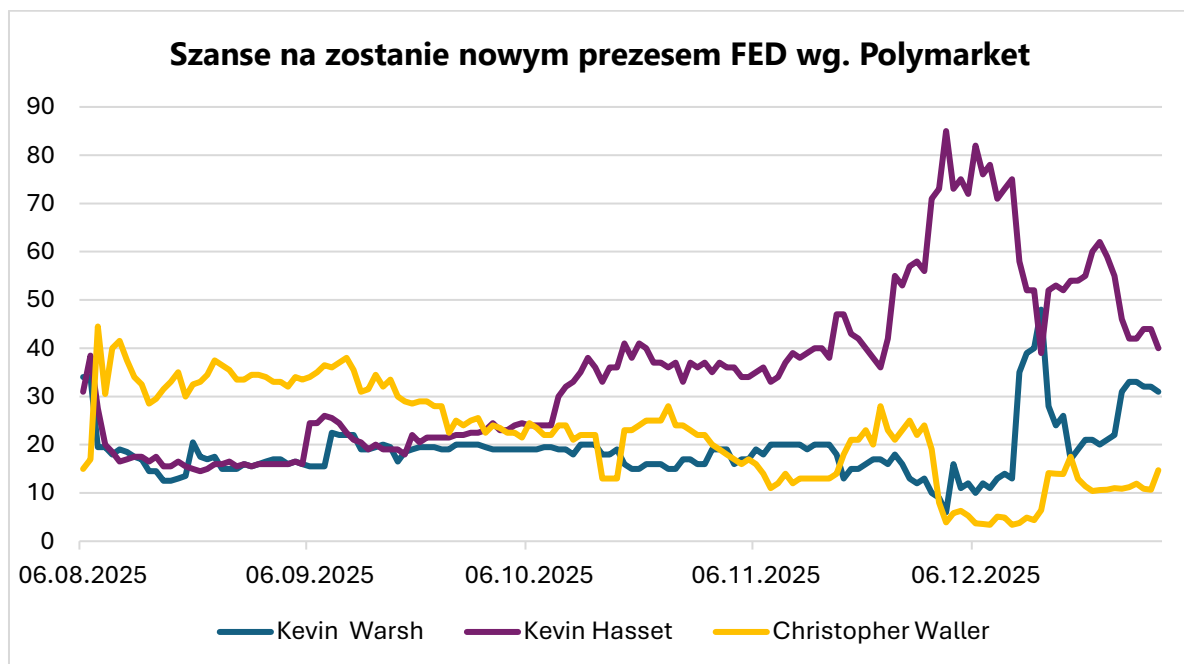
Perspektywy dla Amerykańskich obligacji w 2026

Niewątpliwie obligacje USA mają największy z obserwowanych przez nas skarbówek potencjał do podwyższonej zmienności, ze względu na większą niepewność dotyczącą kształtu polityki monetarnej i fiskalnej w tym kraju.

Wydarzenia i trendy dotyczące amerykańskiego rynku warte naszym zdaniem obserwacji

Zmiana na stanowisku prezesa FED

Prezydent Donald Trump zapowiedział, że na początku roku poda nazwisko nowego przewodniczącego Rezerwy Federalnej. Według serwisów predykcyjnych na ten moment jest dwóch faworytów: Kevin Hassett oraz Kevin Warsh.



Źródło: Opracowanie własne Alior TFI na podstawie danych z Bloomberg

Mamy świadomość, że Komitet Otwartego Rynku głosuje w dwunastoosobowym składzie, a każdy z jego członków dysponuje głosem o takiej samej wadze. Dlaczego więc to wydarzenie jest ważne?

Oprócz wpływu na samą politykę monetarną, istotną rolę przewodniczącego Rezerwy Federalnej jest również komunikacja dotycząca zarówno bieżącej sytuacji gospodarczej, jak i oczekiwań co do przyszłości. Uważamy, że każdy z kandydatów powołanych przez Trumpa może prezentować wyraźnie gołębie nastawienie, co potencjalnie może wprowadzić zamieszanie w komunikacji ze strony FOMC. W takim scenariuszu przewodniczący mógłby przedstawiać podczas konferencji obraz gospodarki istotnie różniący się od oceny większości członków Komitetu.

Kolejnym ryzykiem są potencjalne trudności w budowaniu konsensusu w ramach FOMC. Jeżeli utrzyma się sytuacja podobna do tej z 2025 roku, kiedy oba cele Fedu były jednocześnie zagrożone, czyli rynek pracy słabł, a inflacja pozostawała powyżej celu, to nadmierna skłonność przewodniczącego do luzowania polityki monetarnej przy wciąż podwyższonej inflacji może spotkać się ze sprzeciwem pozostałych członków Komitetu. Taka niepewność i rozbieżności w przekazie byłyby niekorzystne dla zachowania długoterminowych obligacji amerykańskich, a przez pogorszenie

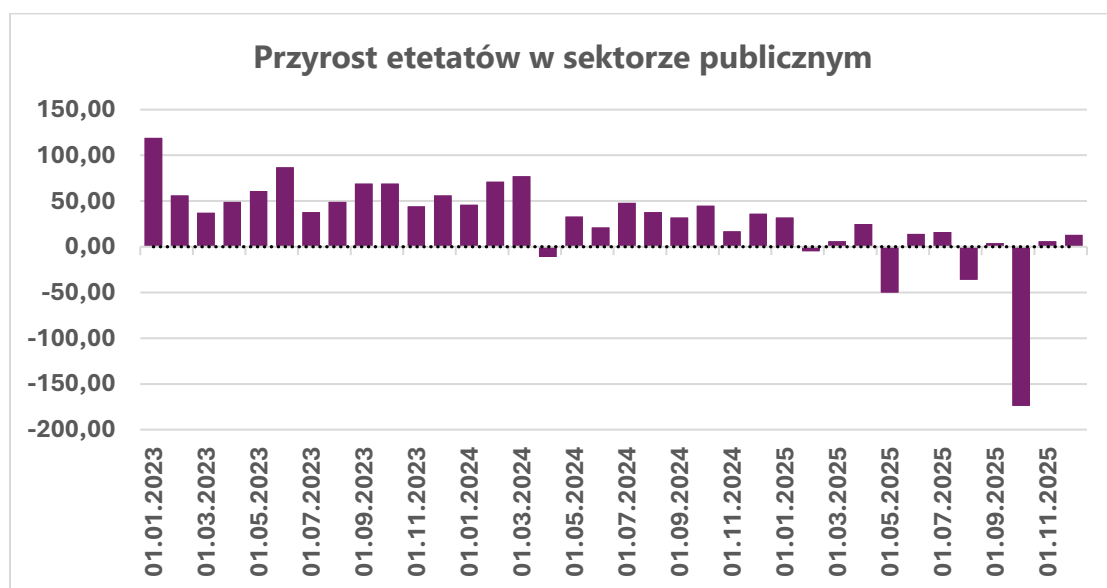
ogólnego sentymentu wobec USA mogłyby również negatywnie wpłynąć na rynek akcyjny.

Z drugiej strony, jeśli bardziej gołębie skrzydło FOMC zdołałoby przekonać pozostałych członków do szybszego obniżania stóp procentowych mimo utrzymującej się wysokiej inflacji, mogłoby to zwiększyć ryzyko jej dalszego wzrostu w wyniku zbyt luźnej polityki monetarnej. Taki scenariusz również byłby negatywny dla obligacji o długim terminie zapadalności, ponieważ sprzyjałby wzrostowi długoterminowych oczekiwań inflacyjnych.

Implementacja ulg podatkowych One Big Beautiful Bill

W połowie 2025 roku frakcja Donalda Trumpa przeforsowała wprowadzenie nowego budżetu, nazwanego „One, Big, Beautiful Bill” (Jedna, Wielka, Piękna Ustawa). Główną częścią ustawy są obniżki oraz wyłączenia podatkowe, obejmujące zarówno osoby fizyczne, jak i firmy, co powinno pozytywnie przełożyć się na konsumpcję prywatną. Z drugiej strony ustawa przewiduje ograniczenie świadczeń socjalnych, szczególnie dla imigrantów, co powinno zadziałać w przeciwnym kierunku, czyli zmniejszyć konsumpcję wśród osób korzystających z zasiłków.

Kolejnym ważnym elementem OBBB jest plan zwiększenia nakładów na ochronę granic oraz zatrudnienie w służbach granicznych. Z jednej strony może to wesprzeć amerykański rynek pracy, który w 2025 roku zachowywał się słabiej, w szczególności sektor publiczny, gdzie częściej redukowano etaty niż je tworzone. Z drugiej strony działania te mogą również wzmocnić trend deportacji, o czym piszemy w dalszej części.



Źródło: Opracowanie własne Alior TFI na podstawie danych z Bloomberg

Polityka migracyjna administracji USA

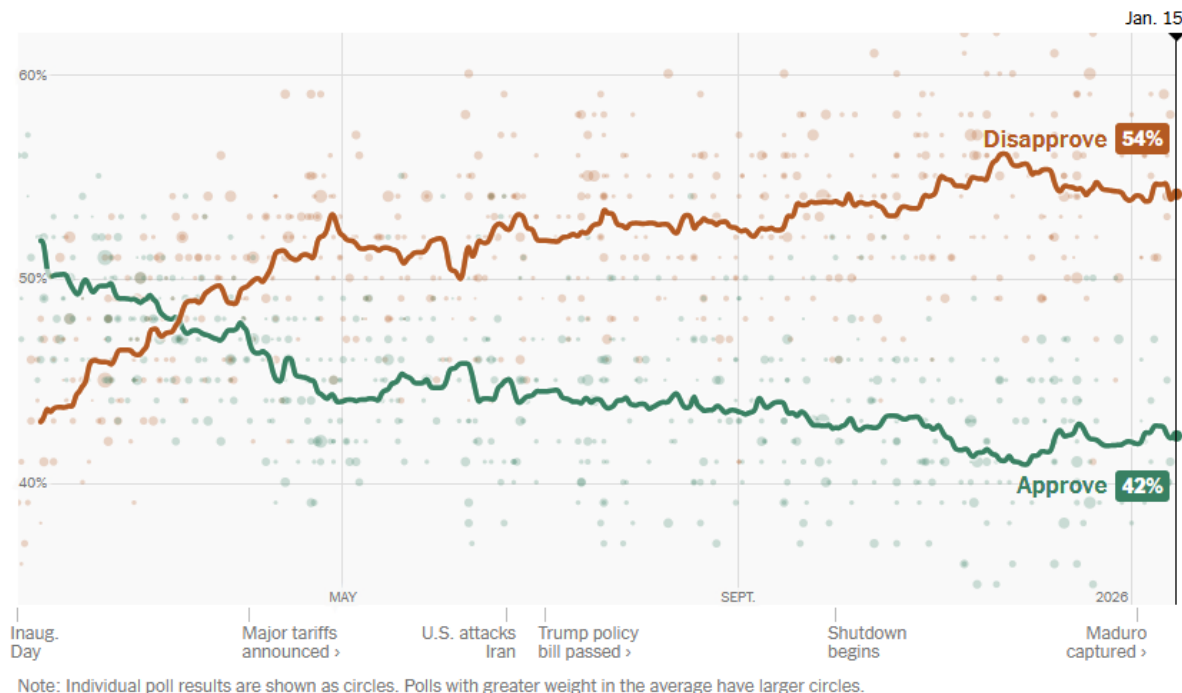
Jednym z głównych założeń polityki USA były zmiany dotyczące polityki migracyjnej, które skutkowały zarówno nasileniem się deportacji, jak i ograniczeniem wpuszczania migrantów, co w sposób oczywisty przełożyło się na zmniejszenie populacji migrantów pierwszy raz od 50 lat.

Spodziewamy się kontynuacji tego trendu w kolejnym roku. Po pierwsze, polityka migracyjna wydaje się ciągle być jedną z kluczowych spraw w agendzie amerykańskiej administracji. Po drugie, w przyjętej ustawie One Big Beautiful Bill wprowadzone są założenia dotyczące zwiększenia nakładów na ochronę granic i deportacje do rekordowych sum, co powinno się przełożyć na intensyfikację trendu. Uważamy, że deportacje będą mieć dwojaki wpływ na inflację w USA. Po pierwsze, niższa podaż pracy powinna przełożyć się na presję na płace szczególnie w branżach, które w większym stopniu polegają na imigrantach, co sprzyjałoby utrzymującej się podwyższonej inflacji.

Z drugiej strony, odpływ ludności jest deflacyjny ze względu na zmniejszenie się zagregowanego popytu na dobra i usługi w gospodarce. Segmentem, na który spodziewamy się największego wpływu jest najem, którego udział w koszyku inflacyjnym w USA jest największy.

Wybory połówkowe do amerykańskiego kongresu

W listopadzie 2026 odbędą się wybory połówkowe do amerykańskiego kongresu, których stawka jest bardzo wysoka, ponieważ Republikanie w przypadku przegranej mogliby stracić większość w obu izbach Kongresu. Wydaje się to szczególnie ważne ze względu na ogólnie spadające zaufanie do obecnej administracji USA.



Źródło: Średnia sondażowa zagregowana przez New York Times

W minionym roku narastająca niepewność, w szczególności w obszarze polityki handlowej, sprzyjała wzrostowi presji inflacyjnej oraz osłabieniu rynku pracy. Dodatkowym źródłem napięć był rekordowo długi „government shutdown”, który negatywnie wpływał na sentyment konsumentów i sektora publicznego. Zakładamy, że w miarę zbliżania się wyborów administracja może intensyfikować działania o charakterze kampanijnym, a także przedstawiać inicjatywy mające poprawić jej notowania. Ponieważ w ostatnich miesiącach dominującym tematem w debacie publicznej była kwestia rosnących kosztów życia („affordability”), spodziewamy się, że nowe propozycje będą koncentrować się na obszarach gospodarczych. W efekcie mogą one wpływać na oczekiwania inflacyjne i ścieżkę stóp procentowych i przez to na wyceny aktywów finansowych.

Jaki może być rok 2026 na rynku amerykańskiego długu skarbowego?

Naszym zdaniem amerykańskie obligacje będą miały w 2026 roku największe predyspozycje do utrzymywania podwyższonego poziomu zmienności. Wynika to po pierwsze z dość nieprzewidywalnej polityki administracji USA, a po drugie ze znacznej niepewności dotyczącej dalszego kształtowania się polityki monetarnej. Rok 2025 był

pod tym względem szczególnie, ponieważ po ogłoszeniu przez Trumpa ceł wzajemnych pojawiła się wyższa presja inflacyjna, przy jednocześnie pogarszającej się sytuacji na rynku pracy. To, które z tych zagrożeń okaże się dominujące w 2026 roku, będzie w dużej mierze determinowało kierunek polityki pieniężnej.

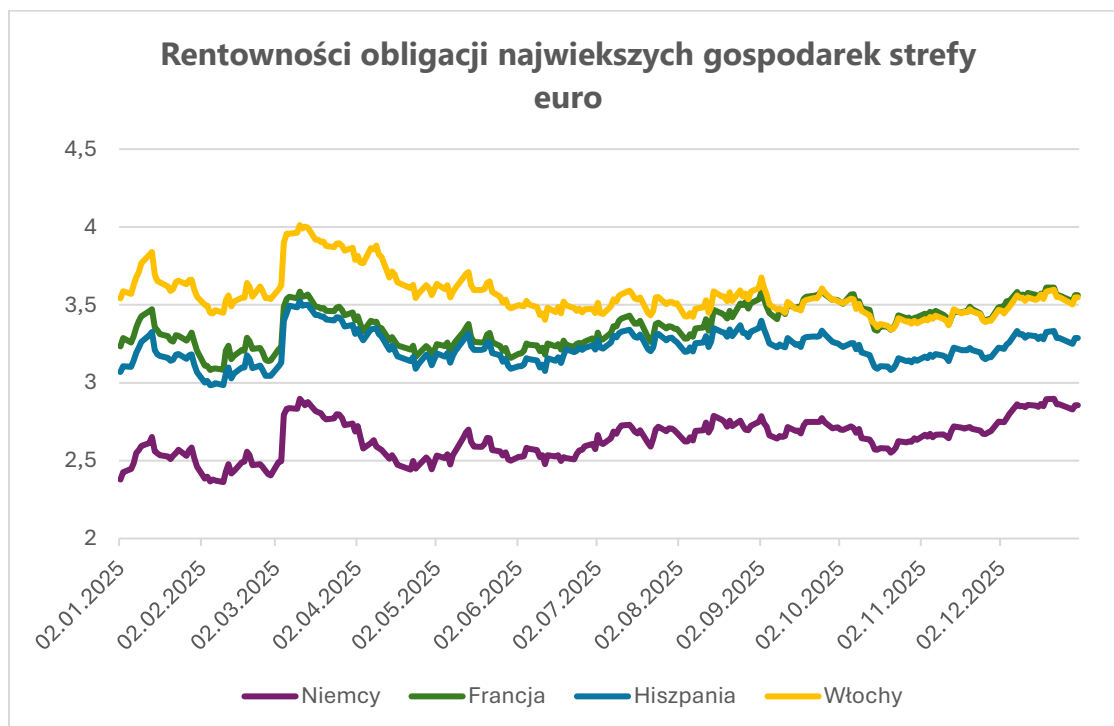
Obecnie rynek wycenia dwie obniżki stóp procentowych przez Rezerwę Federalną w 2026 roku, w czerwcu oraz w październiku. Naszym zdaniem taka wycena jest uzasadniona. Dotychczasowe obniżki stóp o 75 punktów bazowych, w połączeniu z deeskalacją napięć handlowych oraz prawdopodobnym wzrostem zatrudnienia w sektorze publicznym, powinny przełożyć się na poprawę sytuacji na rynku pracy. W związku z tym Rezerwa Federalna nie powinna być zmuszona do przyspieszania obniżek w pierwszej połowie roku. Z drugiej strony uważamy, że presja inflacyjna ma charakter przejściowy, co może sprzyjać kontynuacji obniżek w drugiej połowie roku. Oczywiście będziemy uważnie obserwować, czy napływające dane makroekonomiczne potwierdzą ten scenariusz.

Pomimo neutralnego nastawienia do krótkiego końca amerykańskiej krzywej rentowności, pozostajemy negatywnie nastawieni do obligacji długoterminowych. Choć premia terminowa jest obecnie relatywnie wysoka na tle historycznym, naszym zdaniem w 2026 roku wiele argumentów będzie przemawiało za tym, aby utrzymywała się na podobnym poziomie, a nawet rosła. Wśród najważniejszych czynników należy wymienić potencjalny chaos związany ze zmianą przewodniczącego Rezerwy Federalnej na osobę bardziej sprzyjającą polityce Trumpa, rozbudowany program fiskalny, a także niepewność dotyczącą prowadzenia polityki gospodarczej w okresie poprzedzającym wybory połówkowe, o których wspominaliśmy w poprzedniej sekcji.

Obligacje Skarbowe Państw Strefy Euro

Jak widać na poniższym wykresie, rentowności obligacji głównych gospodarek strefy euro na początku roku generalnie wzrosły. Co istotne, stało się to pomimo trwającego cyklu obniżek stóp procentowych przez EBC, który w 2025 roku obniżył stopę depozytową o 100 punktów bazowych.

W tym miejscu warto przypomnieć, że rynek dyskontuje przyszłość, a nie teraźniejszość. Oznacza to, że same obniżki stóp procentowych nie muszą bezpośrednio wpływać na zachowanie obligacji. Kluczowe znaczenie ma natomiast zmiana wyceny przyszłej ścieżki stóp procentowych. Dlaczego więc rentowności w strefie euro w ciągu roku wzrosły? Można wskazać dwa główne argumenty.



Źródło: Opracowanie własne Alior TFI na podstawie danych z Bloomberg

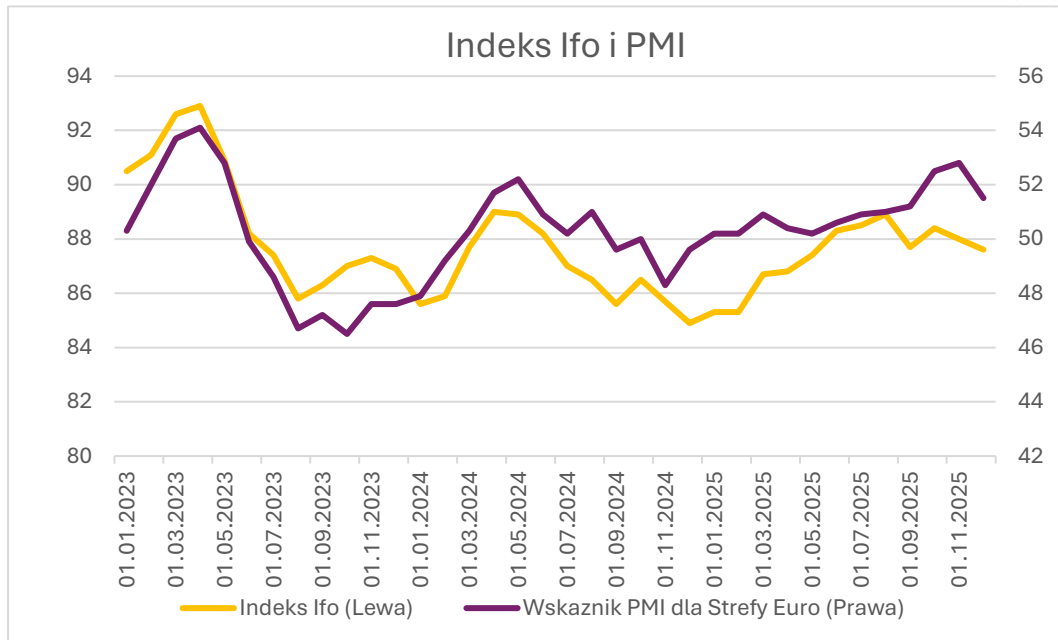
Zmiana podejścia do polityki fiskalnej w Niemczech

Ze względu na słabą koniunkturę w niemieckiej gospodarce oraz konieczność zwiększenia wydatków na zbrojenia koalicja rządowa, jeszcze w poprzednim składzie Bundestagu, przegłosowała rozpoczęcie dużego programu fiskalnego. Środki z programu mają zostać przeznaczone głównie na rozwój infrastruktury oraz przemysłu zbrojeniowego. Szacuje się, że Niemcy wydadzą w jego ramach około biliona euro w ciągu najbliższej dekady.

Tak duży pakiet fiskalny w gospodarce, która dotychczas była dość zachowawcza w kwestii zwiększania zadłużenia, skutkował skokowym wzrostem rentowności obligacji skarbowych Niemiec oraz innych państw strefy euro. Oczekuje się, że mimo iż pakiet jest ukierunkowany przede wszystkim na infrastrukturę i zbrojenia, to poprzez efekt przelania się jego wpływ będzie widoczny również w innych sektorach gospodarki oraz w pozostałych krajach europejskich. Powinno to przełożyć się na ogólnie lepsze perspektywy wzrostu gospodarczego zarówno w strefie euro, jak i w Polsce.

Poprawiające się dane makroekonomiczne

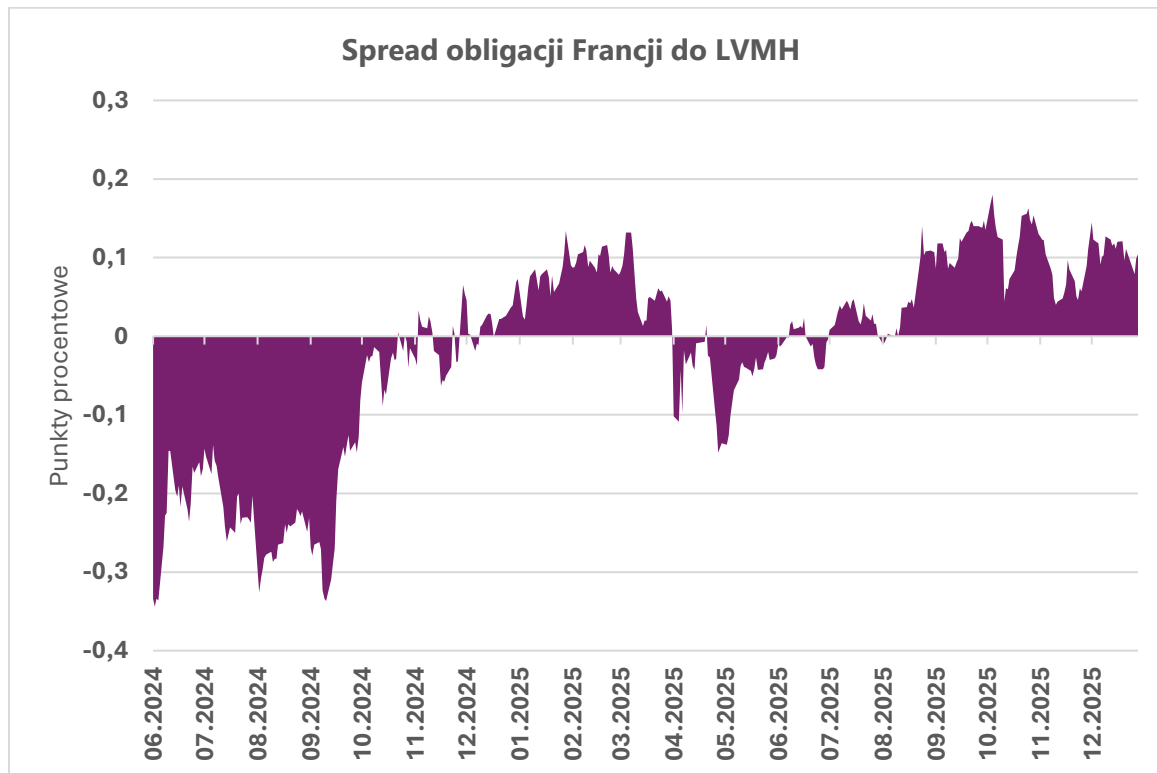
Obniżki stóp procentowych, w połączeniu ze wspomnianym wcześniej pakietem fiskalnym, przełożyły się na poprawę danych makroekonomicznych, w tym wskaźników wyprzedzających, które zapowiadają przyszłą koniunkturę. Dotyczy to między innymi indeksu PMI, a w przypadku gospodarki niemieckiej także Ifo.



Źródło: Opracowanie własne Alior TFI na podstawie danych z Bloomberg

Jednocześnie komunikacja EBC sugerowała, że po osiągnięciu poziomu stopy depozytowej 2% bank centralny znajduje się już blisko końca cyklu obniżek, choć naturalnie nie można wykluczyć dalszych dostosowań. Pomimo obaw o koniunkturę związanych z cłami gospodarka europejska okazała się w 2025 roku odporna, co przełożyło się na ograniczenie rynkowych oczekiwań dotyczących kolejnych obniżek stóp procentowych.

Wzrostowi rentowności sprzyjał także chaos polityczny we Francji. W 2025 roku ponownie można było przywołać wykres ilustrujący różnicę pomiędzy rentownością francuskich obligacji skarbowych a rentownością obligacji korporacyjnych największej francuskiej spółki, LVMH. Historycznie różnica ta była ujemna, czyli rentowność obligacji skarbowych Francji była niższa niż rentowność obligacji LVMH. W drugiej połowie roku, w wyniku zawirowań politycznych, sytuacja jednak się odwróciła. Można to interpretować jako sygnał, że rynek zaczął postrzegać inwestycje w obligacje skarbowe Francji jako bardziej ryzykowne niż inwestycje w obligacje korporacyjne.



Źródło: Opracowanie własne Alior TFI na podstawie danych z Bloomberg

Trendy na europejskim rynku, na jakie naszym zdaniem warto zwrócić uwagę w 2026 roku

Wejście w życie niemieckiego programu fiskalnego

Jak już pisaliśmy, 2026 rok będzie momentem wejścia w życie niemieckiego programu fiskalnego, obejmującego ogromne wydatki nie tylko na obronność, lecz także na krajową infrastrukturę. Analitycy oczekują, że tak silne wsparcie fiskalne pozytywnie wpłynie również na inne branże i przełoży się na wzrost PKB w Niemczech do 1% (konsensus Bloomberg), z szacowanych 0,3% w 2025 roku oraz wartości ujemnych w latach poprzednich.

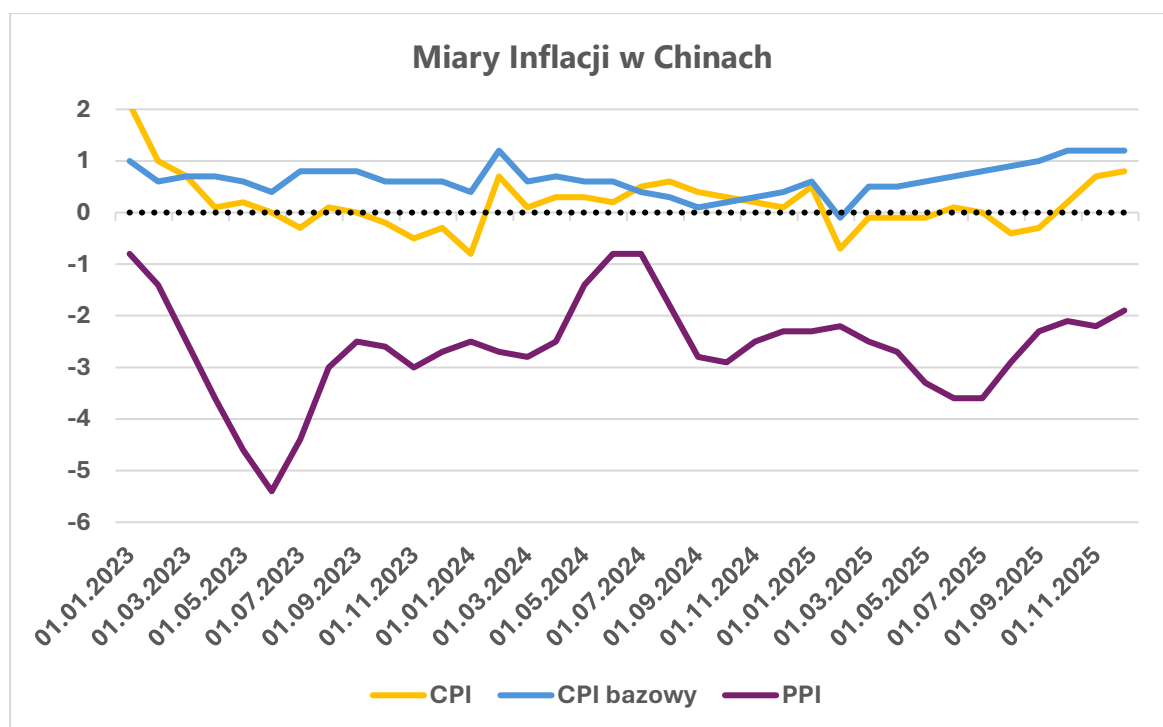
Warto zwrócić uwagę, że choć skala programu jest bardzo duża, to jego realizacja została rozłożona na ponad dekadę. Ponadto część wydatków, ze względu na ich silne ukierunkowanie na obronność, będzie realizowana poza Europą, między innymi w USA, co w mniejszym stopniu wesprze wzrost gospodarczy w strefie euro.

Duże nadzieje rynku związane z wdrażaniem programu będą w 2026 roku testowane, szczególnie pod kątem tego, jak przełoży się on na przemysł, konsumpcję oraz inflację. Wszelkiego rodzaju opóźnienia w wydatkowaniu środków powinny działać pozytywnie na notowania obligacji, a negatywnie na ceny niemieckich akcji.

Importowanie deflacji z Chin

Jak wszyscy uczestnicy rynku dobrze pamiętają, 2025 rok był okresem wojny celnej pomiędzy Chinami a Stanami Zjednoczonymi. Początkowo doprowadziło to do zwiększonego importu z Chin do USA, ponieważ rynek zakładał, że cła wejdą w życie, ale jeszcze przed ich faktycznym wprowadzeniem. Następnie sytuacja przełożyła się na spadek eksportu z Państwa Środka.

Pomimo niewielkiego wzrostu odczytów inflacji CPI w Chinach pod koniec 2025 roku, poziom inflacji pozostaje tam nadal niski i wyraźnie niższy niż w USA oraz w strefie euro. Co więcej, z perspektywy produkcji przeznaczanej na eksport kluczowa jest inflacja PPI, która wciąż utrzymuje się na wyraźnie ujemnych poziomach. Oznacza to utrzymującą się deflację cen producenta.



Źródło: Opracowanie własne Alior TFI na podstawie danych z Bloomberg

Spadek eksportu do USA, w połączeniu z niskim udziałem konsumpcji prywatnej w chińskim PKB oraz ambitnymi celami wzrostu gospodarczego, powoduje przekierowywanie nadwyżek produkcyjnych na rynki poza Stanami Zjednoczonymi, głównie do Europy oraz krajów azjatyckich. Zwiększony napływ tanich produktów z Chin powinien oddziaływać na te gospodarki w sposób deflacyjny.

W tym trendzie istotne jest obserwowanie nie tylko tego, jak będzie kształtował się napływ towarów z Chin, lecz także tego, czy Unia Europejska będzie dążyła do przeciwdziałania temu zjawisku, na przykład poprzez wprowadzanie ceł lub wspieranie lokalnej produkcji.

Jaki może być rok 2026 na rynku europejskiego długu skarbowego?

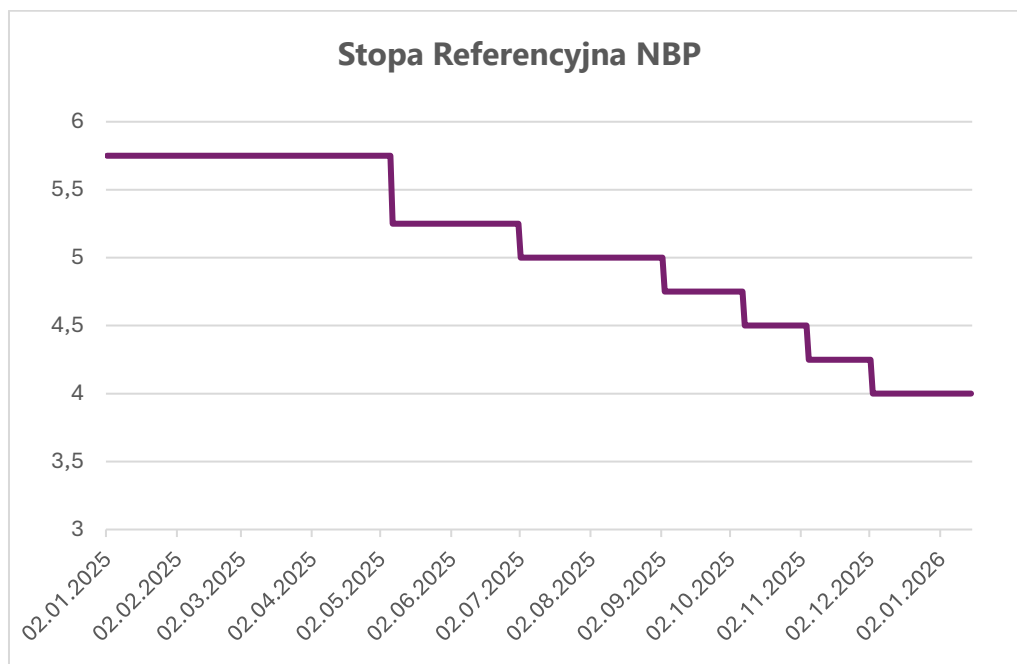
Jednocześnie, dostrzegamy, że opisywane przez nas w poprzedniej sekcji ryzyka (importowanie deflacji, ryzyko opóźnienia implementacji programu fiskalnego) są bardziej przechylone w dół z punktu widzenia inflacji i wzrostu gospodarczego. W związku z tym nie wykluczamy większego wycenienia się obniżki stóp, jeśli te ryzyka miałyby się materializować, co byłoby dobre dla notowań niemieckich obligacji szczególnie tych krótkoterminowych.



Niewątpliwie polskie obligacje zaliczyły bardzo udany rok. Dobrze zachowywały się zarówno nasze papiery skarbowe denominowane w twardych walutach (euro i dolarze), jak i te denominowane w złotych, choć przyczyny tak dobrego wyniku były odmienne dla poszczególnych segmentów rynku.

Upraszczając, można powiedzieć, że zachowanie się obligacji w walucie lokalnej jest funkcją oczekiwań co do kształtowania się polityki monetarnej oraz fiskalnej w przyszłości. W 2025 te składowe działały w przeciwne strony:

a) Polityka monetarna: Skala spadku inflacji zdecydowanie w tym roku zaskoczyła rynek oraz co równie istotne była niższa niż prognozy Rady Polityki Pieniężnej. Prędkość dezinflacji szczególnie przyspieszyła po wprowadzeniu zmian wag w koszyku inflacyjnym GUS. Słabnącej presji inflacyjnej na przestrzeni roku pomagała umacniająca się złotówka, niskie i spadające ceny surowców energetycznych oraz obniżająca się dynamika wynagrodzeń. W efekcie NBP zapowiedział w kwietniu, a rozpoczął w maju cykl obniżek trwający nieprzerwanie aż do grudnia. Łącznie stopy spadły na przestrzeni roku aż o 175 punktów bazowych, co zaskoczyło rynek. Rok temu kontrakty terminowe na stopę procentową wyceniały jedynie 4 obniżki. Wycenienie się na przestrzeni roku głębszego cyklu obniżek, skutkowało spadkiem rentowności obligacji, co sprzyjało strategiom o wysokiej duracji, generując im solidne stopy zwrotu.



Źródło: Opracowanie własne Alior TFI na podstawie danych z Bloomberg

b) Polityka fiskalna: W drugą stronę działały oczekiwania co do dalszego kształtowania się polityki fiskalnej państwa. Wchodząc w ten rok inwestorzy oraz agencje ratingowe spodziewały się zapowiedzenia zacieśnienia fiskalnego tzn. ograniczenia wydatków lub zwiększenia przychodów budżetu. Jednakże, państwu było bardzo trudno spełnić jakikolwiek z tych dwóch warunków. Bliskość konfliktu na Ukrainie, presja ze strony amerykańskiej administracji na zwiększanie wydatków na zbrojenia oraz cykl wyborczy w Polsce nie sprzyja zmniejszaniu wydatków w Polsce. Co do potencjalnego zwiększenia przychodów, różnica zdań pomiędzy nowo wybranym prezydentem a rządem utrudnia wprowadzanie nowych podatków min. podniesienia akcyzy na alkohol i opłaty cukrowej. Na trudności z dokonaniem konsolidacji fiskalnej w ubiegłym roku reagowały agencje ratingowe. Na wszystkie trzy przeglądy, perspektywa ratingu Polski została obniżona ze stabilnej na negatywną od dwóch agencji: Fitch i Moody's.

W przypadku obligacji polskich ścieranie się ze sobą tych dwóch sił skutkowało scenariuszem idealnie wpisującym się w motyw przewodni sekcji o stromieniu się krzywych. Krótkoterminowe obligacje, których kwotowania bardziej zależą od wyceny kształtowania się stóp procentowych spadały szybciej od tych długoterminowych, gdzie ta wycena jest zależna chociażby od polityki fiskalnej oraz wiarygodności kredytowej państwa.

Czego spodziewamy się na rynku polskiego długu skarbowego w 2026 roku?

W polskiej gospodarce kolejny rok zapowiada się bardzo dobrze. Według prognoz ekonomistów oraz NBP wzrost PKB ma być wyższy niż w 2025 roku i oscylować w przedziale od 3,5% do 4,0%, w porównaniu z szacowanym poziomem około 3,5% w 2025 roku. Co ważne, wysokiemu wzrostowi gospodarczemu powinna towarzyszyć inflacja utrzymująca się w celu, przy odczycie za grudzień 2025 na poziomie 2,4%, czyli nawet poniżej środka przedziału odchyień. Naszym zdaniem wynika to między innymi z utrzymującej się niskiej dynamiki komponentów niebazowych inflacji, czyli cen energii i żywności.

Na przyspieszenie wzrostu gospodarczego w 2026 roku pozytywnie wpłynie kilka czynników. Wśród nich należy wymienić kulminację wydatkowania środków europejskich, przyspieszenie konsumpcji prywatnej za sprawą spadku stóp procentowych oraz oczekiwane ożywienie gospodarcze w Europie Zachodniej, na którym powinien skorzystać polski eksport.

Obecnie rynek stopy procentowej wycenia jeszcze dwie obniżki stóp, z czego obie miałyby nastąpić na początku roku. W takim scenariuszu stopa referencyjna spadłaby do 3,5% już w marcu. O ile zgadzamy się co do skali obniżek, ponieważ stopa na poziomie 3,5% przy inflacji utrzymującej się w celu jest naszym zdaniem w pełni racjonalna, o tyle uważamy, że rynek zakłada zbyt szybkie tempo cięć. Wynika to między innymi z ryzyka marcowej rewizji koszyka inflacyjnego oraz z komunikacji RPP, sugerującej, że Rada preferowałaby wstrzymanie się z dalszym luzowaniem i wcześniejszą ocenę pełnego wpływu już dokonanych obniżek. W związku z tym nie spodziewamy się dodatkowych zysków w 2026 roku wynikających wyłącznie z ekspozycji na durację, ponieważ aby takie zyski się pojawiły, obniżki musiałyby być głębsze niż obecnie wycenia to rynek.

Warto zwrócić uwagę, że podobnie jak w przypadku obligacji skarbowych USA i Niemiec, również w Polsce obserwujemy relatywnie szeroką premię terminową, czyli różnicę pomiędzy oprocentowaniem obligacji długoterminowych i krótkoterminowych. Choć jej poziom historycznie wydaje się wysoki, naszym zdaniem istnieją fundamentalne powody, które mogą wspierać jej wzrost lub co najmniej utrzymywanie się na obecnych poziomach w kolejnych miesiącach.

Po pierwsze, premie terminowe są wysokie globalnie, co wynika między innymi z ekspansywnej polityki fiskalnej prowadzonej w największych gospodarkach świata, takich jak USA, Chiny oraz Niemcy, przy jednoczesnym braku przesłanek wskazujących na szybką konsolidację fiskalną. Po drugie, globalny trend deglobalizacji, zapoczątkowany między innymi przez politykę ceł Donalda Trumpa, może sprzyjać utrzymywaniu się podwyższonej inflacji w długim okresie.

W przypadku Polski dodatkowym czynnikiem sprzyjającym utrzymywaniu się wysokiej premii terminowej jest trudna kohabitacja prezydenta z rządem, która może opóźniać wdrażanie działań prowadzących do zacieśnienia fiskalnego. Należy również podkreślić, że w roku przedwyborczym szanse na ograniczenie wydatków publicznych są relatywnie niewielkie. Brak dyscypliny fiskalnej stanowi natomiast ryzyko dalszego pogorszenia oceny ratingowej Polski, co mogłoby przełożyć się na wzrost rentowności, szczególnie w segmencie obligacji o dłuższym terminie zapadalności.

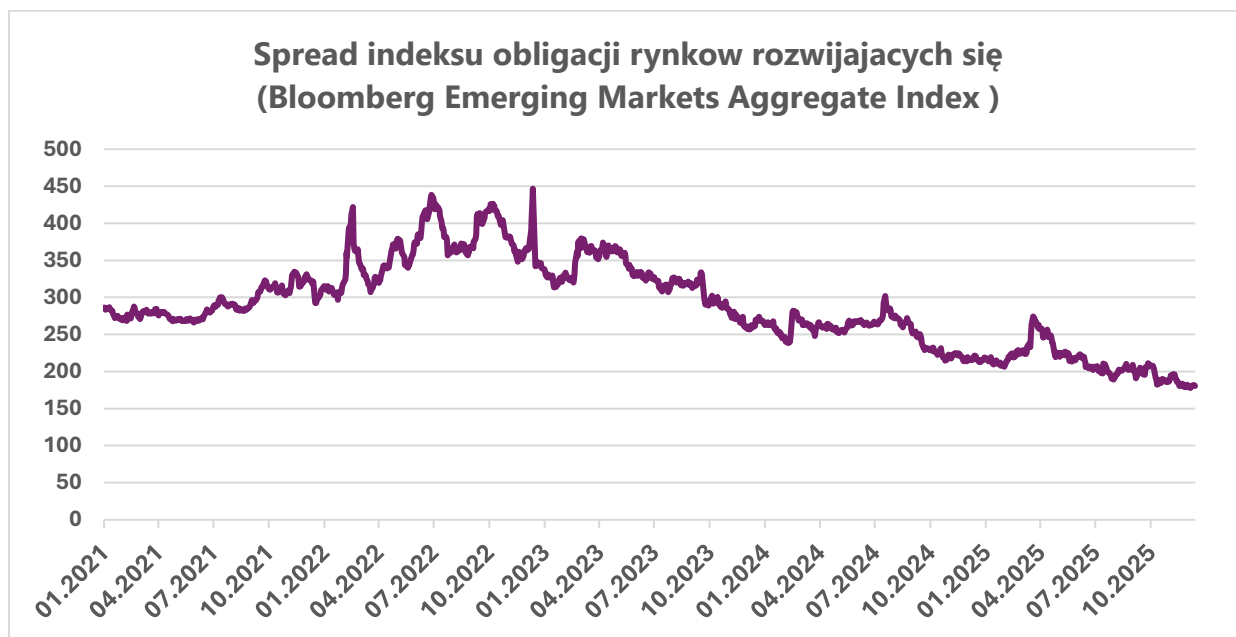


Warto przypomnieć, że zachowanie tej klasy aktywów jest pochodną zmian ceny obligacji skarbowej, która stanowi punkt odniesienia dla krzywej dochodowości w walucie, w której dana obligacja została wyemitowana, oraz premii za inwestowanie w państwa o wyższym ryzyku kredytowym. W przypadku obligacji denominowanych w euro taką obligacją referencyjną jest papier niemiecki, natomiast w przypadku obligacji dolarowych obligacja amerykańska. Dodatkową premię za ryzyko nazywamy **spreadem kredytowym**. Występuje on zarówno w przypadku obligacji skarbowych, jak i korporacyjnych.

W 2025 rok wchodziliśmy już z historycznie niskim poziomem spreadów kredytowych krajów rozwijających się, co wiązało się z obawami, że pole do ich dalszego zawężania jest ograniczone. Jak widać na wykresie poniżej, początek roku sprzyjał stabilizacji spreadów na niskich poziomach. Impuls do zmian pojawił się na przełomie marca i kwietnia, kiedy Donald Trump wprowadził nowe cła, wywołując obawy o globalny wzrost gospodarczy. Perspektywa wojen handlowych doprowadziła do wzrostu premii za inwestowanie w kraje o niższej wiarygodności kredytowej, co przełożyło się na przecenę ich obligacji.

Dość szybka deeskalacja sytuacji, obejmująca między innymi podpisywanie porozumień handlowych, przesuwanie terminów wejścia ceł w życie oraz stosowanie wyłączeń, skutkowało powrotem spreadów do historycznie niskich poziomów. Z czasem doszło również do ich dalszego zawężenia względem minimów z końca poprzedniego roku. Takemu otoczeniu sprzyjała poprawa sytuacji fiskalnej w krajach

emerging markets, co znalazło odzwierciedlenie w większej liczbie podwyżek ratingów oraz popraw perspektyw ratingowych niż ich obniżek. Dodatkowo osłabienie dolara wspierało państwa emitujące dług w tej walucie, ponieważ koszty obsługi zadłużenia, wyrażone w walutach lokalnych, były niższe niż w scenariuszu utrzymującego się silnego dolara.



Źródło: Opracowanie własne Alior TFI na podstawie danych z Bloomberg

W trendzie tym uczestniczyły także polskie obligacje denominowane w euro i dolarze, które na przestrzeni roku zyskiwały, choć w kwietniu nastąpiło chwilowe osłabienie ich notowań. O ile spread polskich obligacji zawężał się szybciej niż w przypadku szerokiego indeksu obligacji rynków wschodzących, o tyle na tle regionu Europy Środkowo-Wschodniej widoczna była bardzo podobna tendencja. Polska nie wyróżniała się w istotny sposób na tle takich krajów jak Czechy, Węgry czy Rumunia.

Czego spodziewamy się na rynku obligacji rynków rozwijających się w 2026?

Jak już pisaliśmy, spready obligacji rynków rozwijających się znajdują się obecnie na historycznie niskim poziomie, oferując niewielką premię za ryzyko względem obligacji skarbowych USA oraz Niemiec. Taka wymagająca wycena rodzi pytania o jej uzasadnienie, a także o ryzyko poszerzenia się spreadów, co mogłoby skutkować spadkiem cen obligacji.

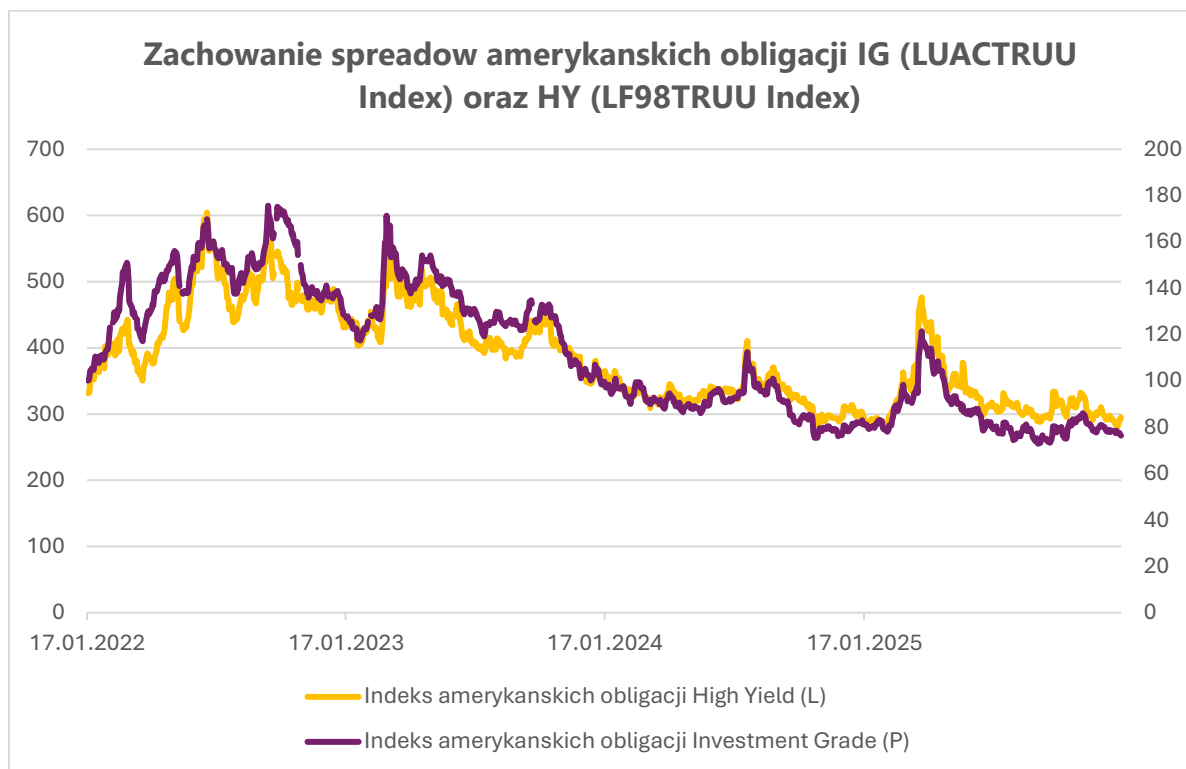
Choć przy obecnie mało atrakcyjnej wycenie pozostajemy ostrożni wobec tej klasy aktywów, uważamy, że jest ona wciąż uzasadniona fundamentalnie. Wynika to z poprawiającej się sytuacji fiskalnej krajów rozwijających się, deeskalacji napięć handlowych, która miała miejsce w 2025 roku, oraz trendu osłabiającego się dolara. Słabszy dolar wspiera rynki wschodzące, ponieważ wartość zadłużenia denominowanego w tej walucie oraz płacone odsetki były niższe w przeliczeniu na waluty lokalne.

W 2026 roku uważamy, że te czynniki pozostaną aktualne i mogą sprzyjać dalszemu zawężeniu spreadów, choć prawdopodobnie na mniejszą skalę niż w latach 2024–2025. Alternatywnie mogą one wspierać stabilizację spreadów na obecnych, niskich poziomach. Naszym zdaniem w 2026 roku trend osłabiania się dolara może być kontynuowany, o czym pisaliśmy w sekcji poświęconej amerykańskim obligacjom skarbowym.



Zachowanie spreadów obligacji korporacyjnych było bardzo zbliżone do tego, co obserwowaliśmy w przypadku obligacji skarbowych denominowanych w euro i dolarze. Obawy spółek związane z niepewną sytuacją gospodarczą oraz utrzymującymi się globalnie podwyższonymi stopami procentowymi, z którymi wchodziliśmy w 2025 rok, nie sprzyjały zwiększaniu poziomu zadłużenia. Skutkiem była między innymi poprawa postrzegania wiarygodności finansowej przedsiębiorstw przez agencje ratingowe.

Wyjątkowym okresem był gwałtowny wzrost spreadów podczas tzw. Dnia Wyzwolenia, jednak powrót do poziomów sprzed tego wydarzenia nastąpił stosunkowo szybko. W efekcie na koniec roku spready były niższe niż na jego początku zarówno w przypadku obligacji euro, jak i dolarowych, przy czym obligacje euro zachowywały się w trakcie roku nieco lepiej.



Źródło: Opracowanie własne Alior TFI na podstawie danych z Bloomberg

Inwestujący na polskim rynku obligacji przedsiębiorstw nie mieli w 2025 roku powodów do narzekania. Spośród notowanych papierów żaden z emitentów nie ogłosił upadłości ani nie opóźnił wypłaty kuponu.

Przypomnijmy, że znaczna część polskich obligacji korporacyjnych oparta jest na oprocentowaniu zmiennym, zależnym od stawki WIBOR oraz marży. Cykl obniżek stóp procentowych prowadzony przez RPP, poprzez spadek WIBOR-u, naturalnie ograniczał wysokość przyszłych kuponów, a tym samym obniżał atrakcyjność tej klasy aktywów.

Jednocześnie duże napływy do funduszy dłużnych TFI, w połączeniu z ograniczoną podażą obligacji korporacyjnych, sprawiały, że emitenci mogli oferować niższe marże, a mimo to bez trudu znajdowali nabywców swoich papierów.

Czego spodziewamy się na rynku obligacji korporacyjnych w 2026?

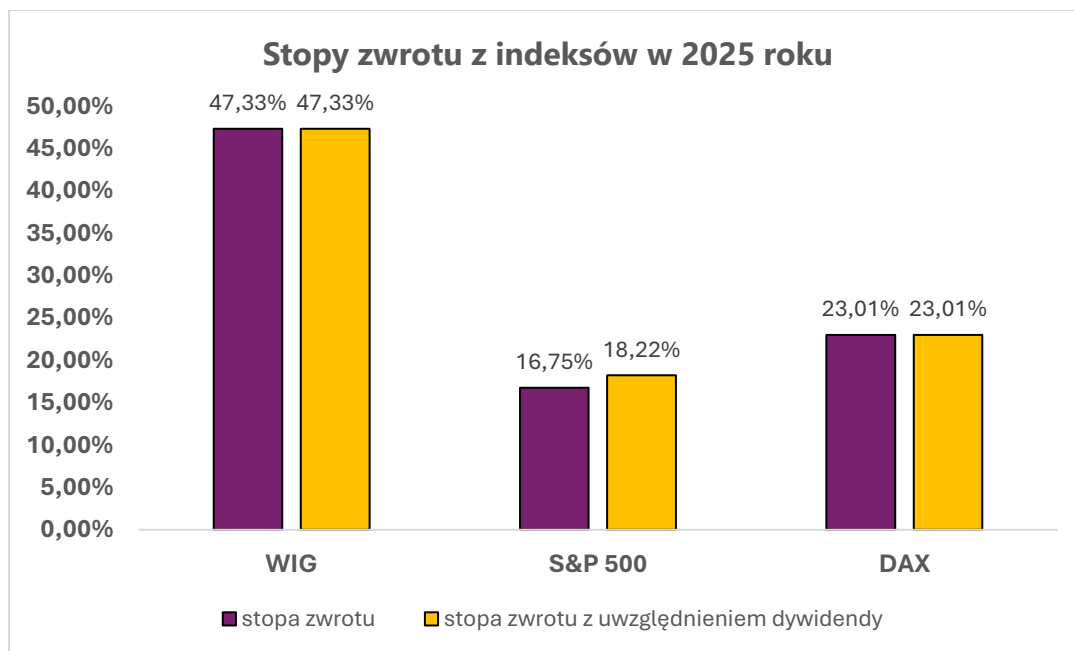
Nasze oczekiwania dotyczące zachowania obligacji korporacyjnych są zbliżone do prognoz dla długu krajów rozwijających się. Pomimo tego, że poziom spreadów jest już bardzo niski, widzimy przesłanki, które mogą sprzyjać utrzymaniu go na obecnych poziomach lub nawet dalszemu zawężeniu. Jednym z nich jest fakt, że w ostatnich latach obserwowaliśmy globalnie poprawę bilansów przedsiębiorstw, co przełożyło się na większą liczbę podwyżek niż obniżek ratingów w większości sektorów. W połączeniu z prognozami zakładającymi utrzymanie globalnego wzrostu gospodarczego na relatywnie wysokim poziomie, powinno to wspierać emitentów obligacji korporacyjnych zarówno w euro, jak i w dolarze.

Największym ryzykiem poszerzenia się spreadów pozostaje naszym zdaniem scenariusz, w którym niskie stopy procentowe zachęcą emitentów do zaciągania długu na przykład w celu finansowania przejęć lub inwestycji, a także materializacja niespodziewanych wydarzeń, podobnych do tych z 2025 roku, takich jak wprowadzanie ceł.

W przypadku obligacji korporacyjnych emitowanych na polskim rynku sytuacja jest zbliżona do tej obserwowanej na rynkach zagranicznych. Marże są już relatywnie niskie, co sprawia, że inwestycje w te papiery są mniej opłacalne niż jeszcze rok temu. Jednocześnie, biorąc pod uwagę nasze bardziej ostrożne nastawienie do polskiego długu skarbowego o stałym oprocentowaniu, obligacje korporacyjne mogą pozostawać atrakcyjnym źródłem dodatkowej rentowności również w 2026 roku.

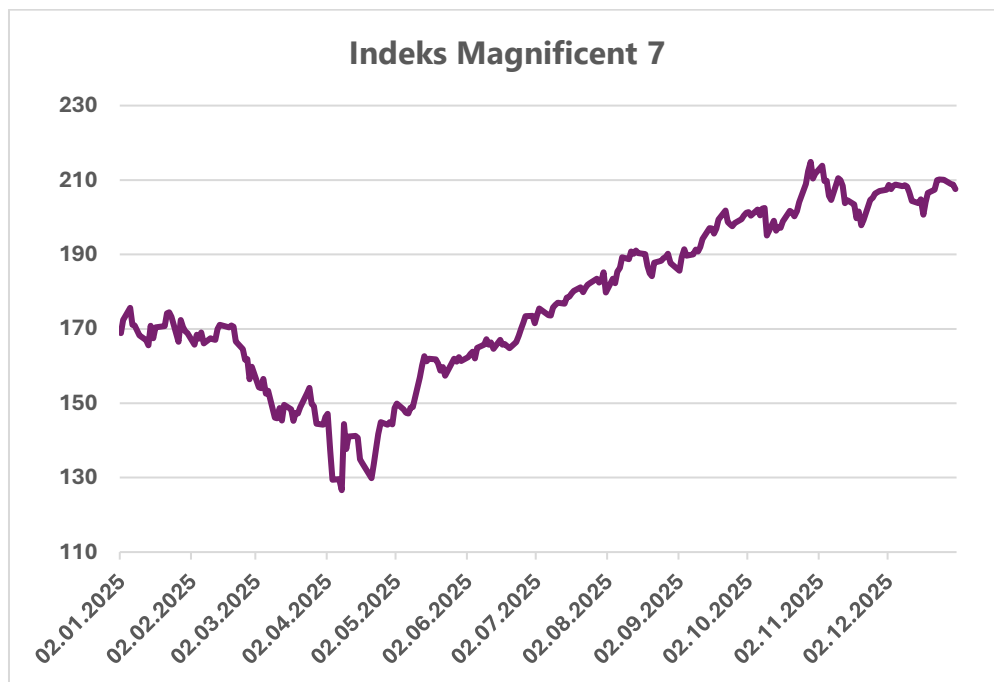


Rok 2025 był udany dla inwestujących na globalnych rynkach akcji, a co szczególnie nas cieszy, również dla tych, którzy zdecydowali się lokować kapitał na rynku polskim. W odróżnieniu od 2024 roku, kiedy amerykańskie akcje swoją stopą zwrotu wyraźnie przewyższyły europejskie odpowiedniki, w 2025 roku to rynki inne niż USA oferowały wyższe stopy zwrotu.



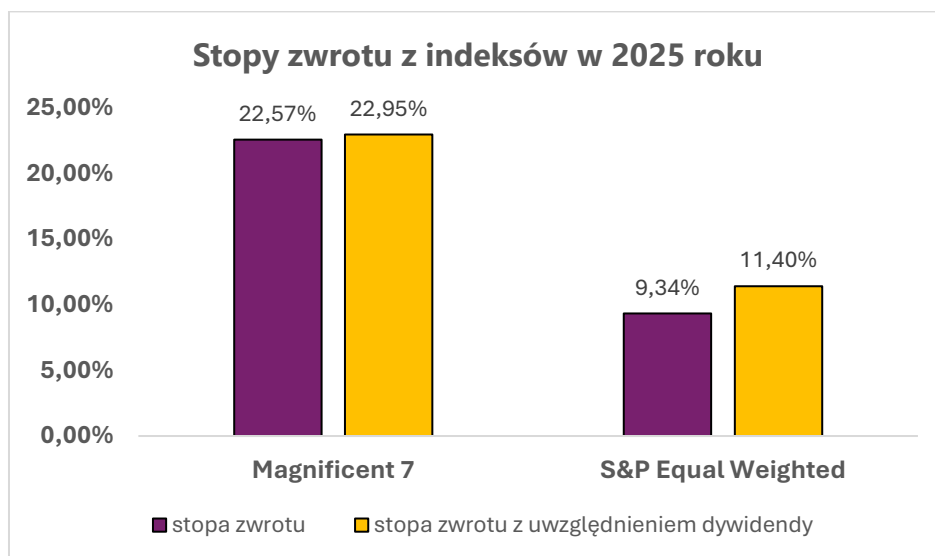
Źródło: Opracowanie własne Alior TFI na podstawie danych z Bloomberg

W Stanach Zjednoczonych hossa była kolejny rok podtrzymywana przez bardzo dobre zachowanie spółek związanych z rozwojem sztucznej inteligencji. W trakcie roku kilkakrotnie dochodziło jednak do podważania ich perspektyw oraz wysokich wycen. Pierwsza wyprzedaż miała miejsce już w styczniu, po pojawieniu się konkurencyjnego chińskiego modelu DeepSeek, a w kolejnych miesiącach coraz częściej pojawiały się komentarze sugerujące tworzenie się bańki w tym sektorze.



Źródło: Opracowanie własne Alior TFI na podstawie danych z Bloomberg

Pomimo tego indeks obejmujący wyłącznie spółki tzw. „wspaniałej siódemki” niemal podwoił stopę zwrotu równoważonego indeksu S&P.



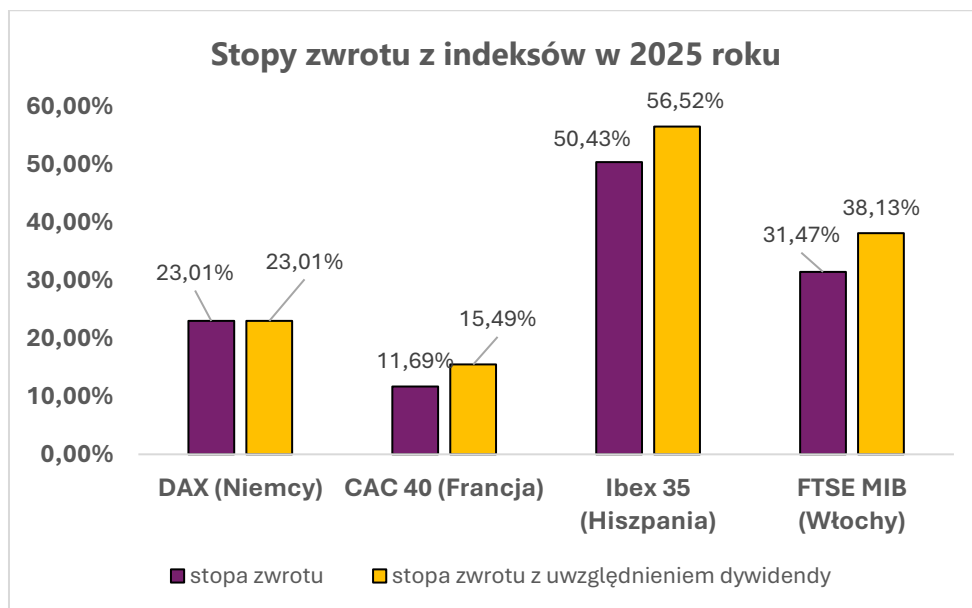
Źródło: Opracowanie własne Alior TFI na podstawie danych z Bloomberg

Znacznie lepszemu zachowaniu europejskich indeksów w pierwszej połowie roku sprzyjał przepływ kapitału z Wall Street na inne rynki. Wynikało to po pierwsze z wysokich wycen amerykańskich akcji na tle europejskich odpowiedników, a po drugie z nieprzewidywalnej polityki gospodarczej i handlowej nowej administracji USA. Trend ten zyskał nazwę „Sell America”, a jego kulminacją była kwietniowa wyprzedaż po ogłoszeniu ceł wzajemnych, która objęła wszystkie rynki akcyjne.

Przecena, wbrew prognozom wielu strategów, okazała się jednak chwilowa i stanowiła dobrą okazję do zwiększenia ekspozycji na akcje. Zakup akcji i innych ryzykownych aktywów w tym okresie zyskał nawet miano strategii TACO (Trump Always Chickens Out), opartej na przekonaniu inwestorów, że dla prezydenta USA zachowanie amerykańskiego rynku akcji stanowi istotny barometr nastrojów społecznych, ze względu na duży udział akcji w majątku amerykańskich gospodarstw domowych. W takim ujęciu Donald Trump, chcąc uniknąć spadku poparcia, mógłby deeskalować napięcia związane ze swoją polityką, jeśli prowadziłyby one do silnej przeceny na rynku. Nie wiadomo, czy takie założenie faktycznie przyświecało prezydentowi USA, jednak przez większość roku w praktyce obserwowaliśmy właśnie taki przebieg wydarzeń. Terminy wejścia ceł w życie były konsekwentnie przesuwane, a kolejne porozumienia handlowe oddalały widmo recesji.

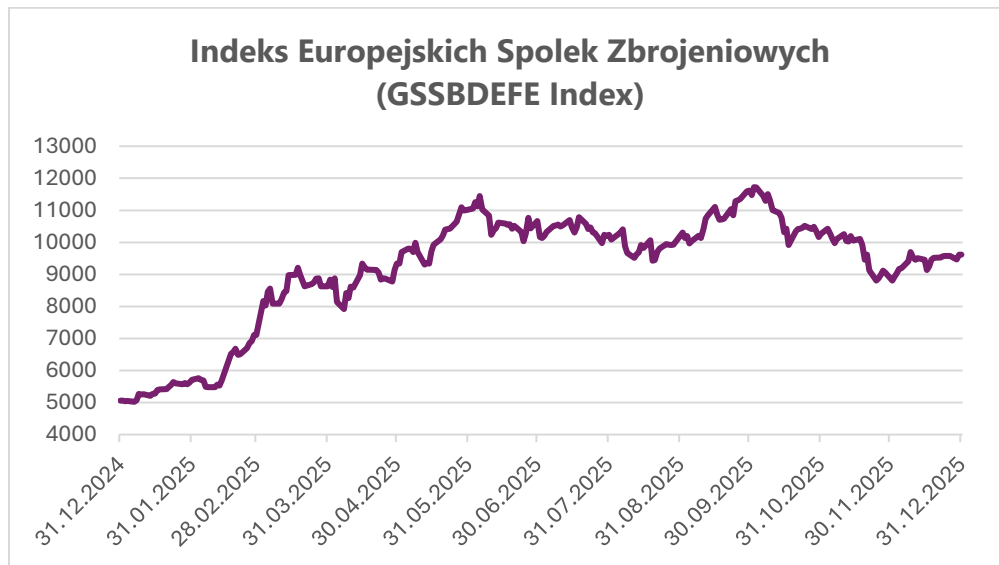
W połowie roku pogarszające się dane z amerykańskiego rynku pracy zwiększyły prawdopodobieństwo obniżek stóp procentowych przez Rezerwę Federalną. Był to efekt słabnącej sytuacji na rynku pracy, a nie pogorszenia koniunktury w całej gospodarce, co jest relatywnie korzystnym scenariuszem dla rynku akcji. W konsekwencji druga połowa roku była udana także dla indeksów innych niż technologiczny Nasdaq, takich jak indeks średnich spółek S&P 400 oraz indeks małych spółek Russell 2000, które zazwyczaj wykazują większą wrażliwość na oczekiwania dotyczące zmian stóp procentowych.

Niskie wyceny na europejskich giełdach, w połączeniu z rosnącymi nadziejami na ożywienie gospodarcze, wspierane przez ekspansję fiskalną oraz obniżki stóp procentowych ze strony EBC, sprzyjały tamtejszym rynkom akcyjnym. Jak widać w tabeli poniżej, główne indeksy największych gospodarek europejskich zakończyły rok na solidnych, kilkudziesięcioprocentowych plusach.



Źródło: Opracowanie własne Alior TFI na podstawie danych z Bloomberg

Spośród wszystkich sektorów najbardziej wyróżnił się sektor zbrojeniowy, który, wspierany brakiem perspektyw szybkiego zakończenia wojny w Ukrainie oraz presją ze strony USA na zwiększanie wydatków obronnych przez pozostałe państwa NATO, wzrósł w ciągu roku o niemal 100%.



Źródło: Opracowanie własne Alior TFI na podstawie danych z Bloomberg

Czego spodziewamy się na międzynarodowych rynkach akcyjnych w 2026 roku?

Ogólnie mamy dobre nastawienie do rynku akcji globalnie. W przypadku rynku amerykańskiego, problemem mogą okazać się wymagające wyceny największych spółek na których hossa trwa już od trzech lat. Uważamy, że przyszły rok może być kolejnym, gdy kwestionowana będzie ich zasadność, jeśli któraś ze spółek np. opublikuje wyniki gorsze od oczekiwań, albo będą pojawiać się konkurencyjne modele, jak to miało miejsce w tym roku z Deepseekiem. Pomimo, że nie uważamy, aby akcje spółek związanych z rozwojem sztucznej inteligencji były bańką inwestycyjną i spodziewamy się jeszcze możliwych do uzyskania solidnych stóp zwrotu dla inwestujących w nie to obawiamy się, że ze względu na właśnie wysokie wyceny, inwestowanie w Mag7 może być „nerwowe” tzn. będą pojawiać się momenty korekt częściej niż w przypadku innych branż.

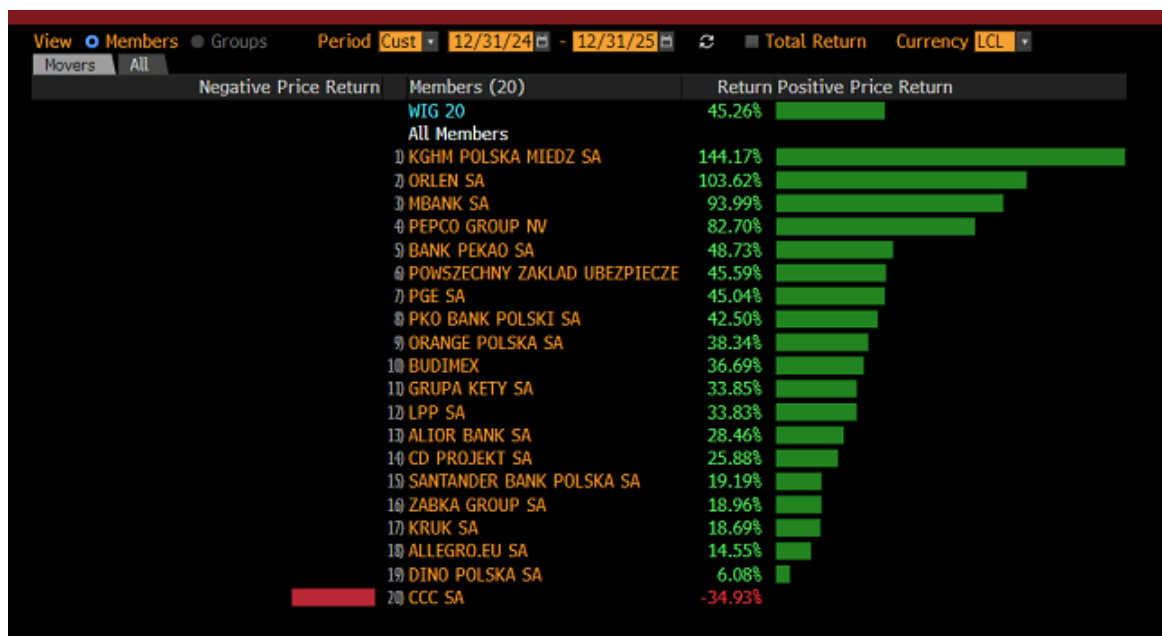
Z drugiej strony, naszym zdaniem bazowy scenariusz makroekonomiczny będzie bardzo wspierający dla szeroko pojętego rynku akcji amerykańskich. Pierwszym czynnikiem są już dokonane obniżki stóp procentowych o 75 bps, które, gdy nie są współistniejące z recesją, to historycznie wspomagają stopy zwrotu z indeksów akcyjnych. Przypomnijmy, że zeszłoroczne obniżki wynikały z pogorszenia się sytuacji na rynku pracy, które nie zawsze musi iść w parze z recesją.

Kolejnym argumentem będzie implementacja One Big Beautiful Bill, w której są zaplanowane ulgi podatkowe dla osób fizycznych, ale i firm, co powinno wspierać zarówno konsumpcję prywatną, jak i inwestycje. Naszym zdaniem kolejny rok będzie również czasem, gdy zobaczymy efekty implementacji sztucznej inteligencji i wynikający z tego wzrost produktywności w większej ilości spółek niż tylko Magnificent 7. Zbierając te wszystkie argumenty, naszym zdaniem rok 2026 będzie rokiem szerokości amerykańskiego rynku akcji i będziemy mogli liczyć na relatywnie dobre zachowanie indeksów, które w większym stopniu uwzględniają spółki również spoza branży technologicznej np. S&P 400, Russell 2000 oraz indeksy o równych wagach spółek.

W tym roku nawet bardziej niż akcje spółek amerykańskich podobają nam się akcje krajów rozwijających się. W zeszłym roku, dobre zachowanie się tych indeksów było spowodowane osłabianiem się dolara. Uważamy, że w tym roku jest duża szansa na powtórzenie tego trendu choć prawdopodobnie już nie z taką siłą, jak miało to miejsce jeszcze w roku ubiegłym, co w połączeniu z deeskalacją napięć handlowych byłoby bardzo pozytywne właśnie dla tej klasy aktywów.



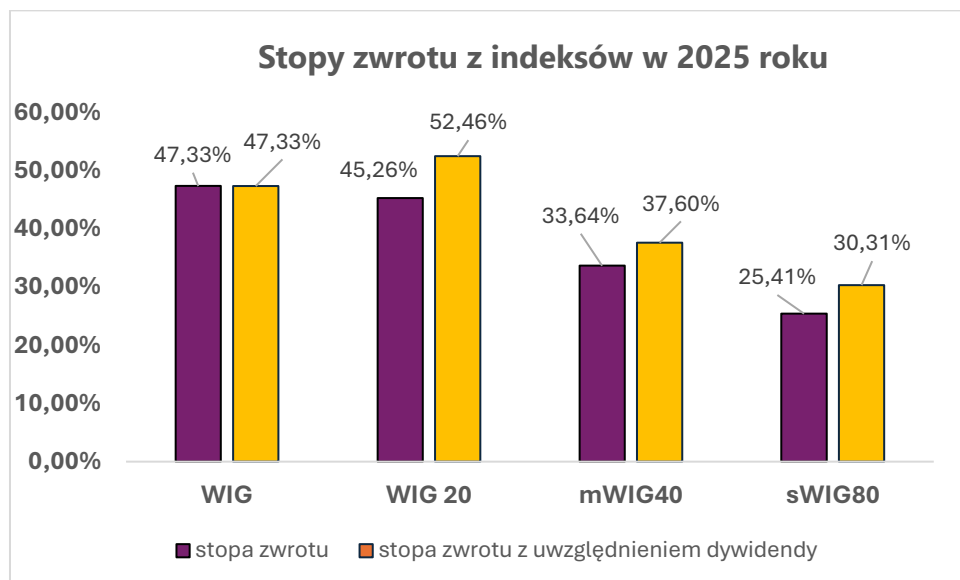
Nawet na tle europejskich parkietów wyróżniła się polska giełda, a w szczególności indeks największych spółek, czyli WIG20. Warto zwrócić uwagę na bardzo wysokie stopy zwrotu wybranych spółek z tego indeksu, takich jak KGHM, Orlen oraz mBank, które wzrosły o ponad 100%. Spośród wszystkich spółek WIG20 rok na minusie zakończyło jedynie CCC.



Źródło: Bloomberg

Można zauważyć prawidłowość, że im większe spółki obejmował dany indeks, tym lepiej się zachowywał. Najlepszy wynik osiągnął indeks dużych spółek, następnie indeks

średnich, a najłabszy rok miał sWIG80. Wynikało to z popytu na akcje ze strony inwestorów instytucjonalnych, w szczególności zagranicznych, którzy najczęściej koncentrują się na najbardziej płynnych, czyli największych spółkach notowanych na giełdzie.



Źródło: Opracowanie własne Alior TFI na podstawie danych z Bloomberg

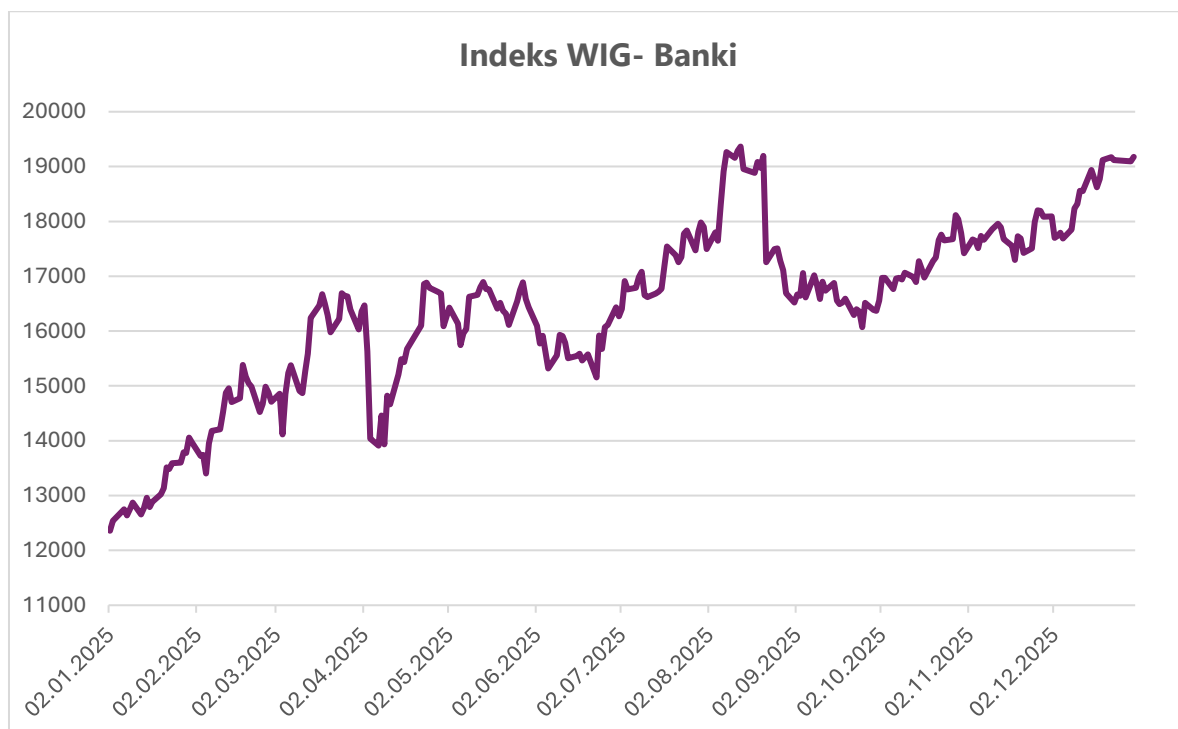
Podobna zależność była widoczna również w ujęciu sektorowym. Najwyższe stopy zwrotu osiągnęły subindeksy WIG Górnictwo, co wynikało głównie z ponad 95% udziału KGHM, WIG Paliwa, gdzie analogiczną rolę odgrywał Orlen, a także WIG Energetyka oraz WIG Banki, czyli indeksy skupiające w dużej mierze spółki o większej kapitalizacji.

Pomimo że inwestorzy na polskiej giełdzie mogli niewątpliwie zaliczyć 2025 rok do udanych, pojawiło się kilka momentów, które mogły poddać dalsze wzrosty w wątpliwość. Pierwszym z nich była kwietniowa przecena związana z wprowadzeniem ceł przez Donalda Trumpa, która miała jednak charakter globalny. Obawy o światowy wzrost gospodarczy przełożyły się na spadki większości indeksów na świecie, a polska giełda nie była tu wyjątkiem. Jak pisaliśmy w sekcji poświęconej globalnym rynkom akcyjnym, odbicie po tzw. Dniu Wyzwolenia nastąpiło jednak relatywnie szybko.

Kolejną sytuacją, która mogła wprowadzić inwestorów w zakłopotanie, było rozstrzygnięcie wyborów prezydenckich w postaci nieoczekiwanej wygranej Karola Nawrockiego. Obawy o większy chaos w prowadzeniu polityki wewnętrznej, wynikający

z różnic pomiędzy prezydentem a rządem, skutkowały krótkotrwałą przeceną na polskim parkiecie, szczególnie wśród spółek z istotnym udziałem Skarbu Państwa. Spadek, któremu towarzyszyło osłabienie złotego, miał jednak charakter jednodniowy, a dobre nastroje na globalnych rynkach akcji pozwoliły na chwilę zepchnąć kwestie polityczne na dalszy plan.

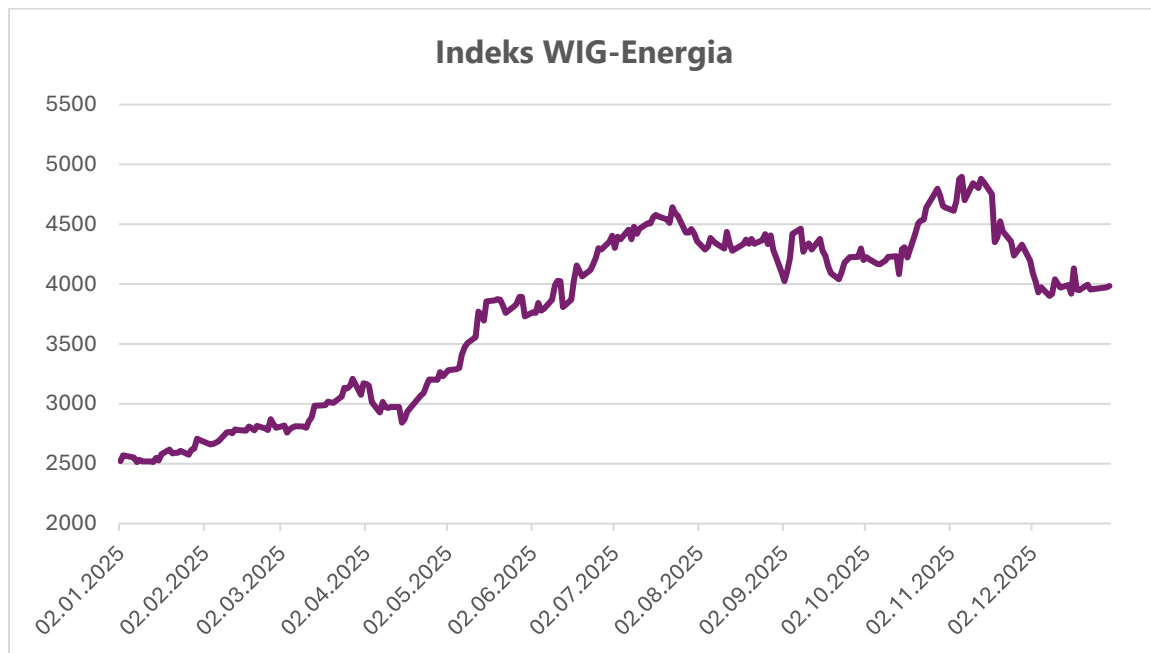
Piszemy „na chwilę”, ponieważ kolejne wydarzenia, które negatywnie odbiły się na polskiej giełdzie, wynikały już bezpośrednio z propozycji krajowych polityków. Najbardziej zapadającą w pamięć była sierpniowa zapowiedź podniesienia stawki CIT dla sektora bankowego z 19% do 23%, przy czym w 2026 roku stawka miałaby tymczasowo wzrosnąć aż do 30%. Ponieważ notowania akcji w dużym stopniu zależą od zmian w oczekiwanych zyskach na akcję, tak istotna podwyżka podatku znacząco obniża prognozowane wyniki finansowe spółek, co znalazło odzwierciedlenie w kursach ich akcji. W efekcie po ogłoszeniu zmian subindeks WIG Banki gwałtownie spadł, zachowując się wyraźnie gorzej niż pozostałe subindeksy. Do poziomu sprzed ogłoszenia propozycji zmian subindeks wrócił dopiero w grudniu.



Źródło: Opracowanie własne Alior TFI na podstawie danych z Bloomberg

Ostatnim wydarzeniem wartym odnotowania w 2025 roku, szczególnie dotkliwym dla posiadaczy akcji spółek energetycznych, było powołanie przez Ministra Energii zespołu

do spraw poprawy efektywności taryf sieciowych. Wśród analizowanych propozycji miała znaleźć się zmiana sposobu kalkulacji stopy zwrotu w segmencie dystrybucji, co mogłoby negatywnie wpłynąć na wyniki finansowe spółek z tego sektora. W efekcie po ogłoszeniu tej informacji indeks WIG Energia spadł jednego dnia o prawie 10% i do końca roku nie powrócił do maksymalnych poziomów sprzed publikacji.



Źródło: Opracowanie własne Alior TFI na podstawie danych z Bloomberg

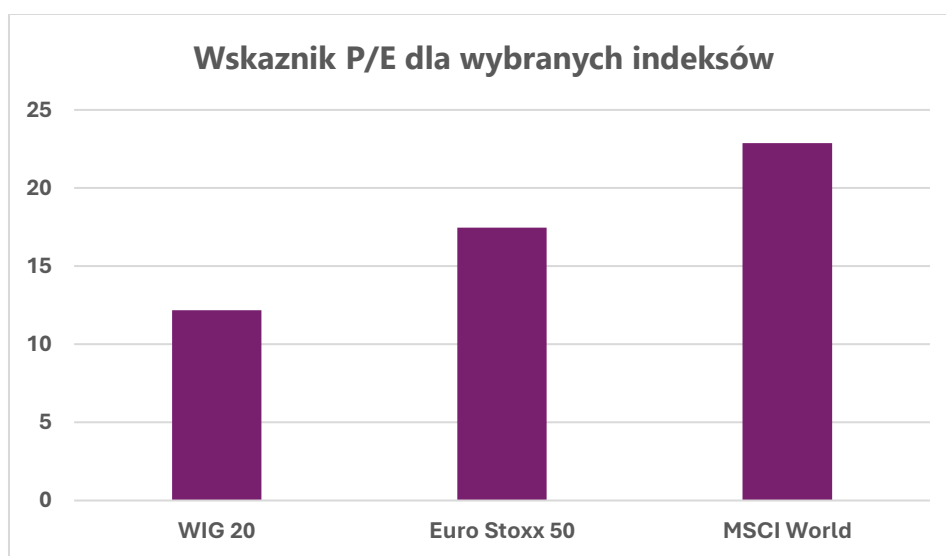
Czego spodziewamy się rynku akcji polskich w 2026 roku?

Po bardzo udanym roku 2025 spodziewamy się, że 2026 może być również korzystny dla polskiego rynku akcji, choć stopy zwrotu z indeksów prawdopodobnie nie będą już tak spektakularne jak w roku ubiegłym.

Naszym zdaniem postępujący trend osłabiania się dolara względem złotego, podobnie jak w przypadku rynków wschodzących, może sprzyjać wzrostom na polskiej giełdzie. Powinno to być szczególnie widoczne w segmencie najbardziej płynnych spółek, czyli w indeksie WIG20, podobnie jak obserwowaliśmy to w 2025 roku. Z drugiej strony, podobnie jak w przypadku naszych oczekiwań wobec rynku amerykańskiego, uważamy, że dobra sytuacja makroekonomiczna może sprzyjać poprawie szerokości rynku. W naszej ocenie wciąż relatywnie ekspansywna polityka fiskalna, w połączeniu z luzowaniem polityki monetarnej, powinna wspierać również spółki spoza WIG20.

Szczególnie optymistycznie oceniamy perspektywy spółek z sektora mieszkaniowego oraz konsumpcyjnego, których zachowanie w ubiegłym roku było słabsze niż indeksu największych spółek.

Pomimo że polska giełda jest relatywnie droższa niż rok temu, a dyskonto względem innych rynków nie jest już tak wyraźne, nie można powiedzieć, że jest ona droga, biorąc pod uwagę bardzo dobre perspektywy wzrostu gospodarczego. W związku z tym uważamy, że kilkunastoprocentowe stopy zwrotu w 2026 roku są jak najbardziej możliwe, co uzasadnia nasze pozytywne nastawienie do rodzimego rynku akcji.



Źródło: Opracowanie własne Alior TFI na podstawie danych z Bloomberg

Dodatkowym czynnikiem wspierającym polską giełdę mogłoby być ewentualne zakończenie wojny w Ukrainie lub zawarcie czasowego rozejmu, na czym, jak się wydaje, zależy administracji USA. Warto jednak zaznaczyć, że dyskonto wynikające z bliskości konfliktu jest obecnie prawdopodobnie już ograniczone.

Inwestycje w jednostki uczestnictwa Subfunduszy ALIOR SFIO obarczone są ryzykiem, a uczestnik Subfunduszu musi liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części zainwestowanych środków. Korzyściom wynikającym z inwestowania środków w jednostki uczestnictwa Subfunduszu towarzyszą również ryzyka, m.in. takie jak: ryzyko nieosiągnięcia oczekiwanego zwrotu z inwestycji, wystąpienia okoliczności, na które uczestnik funduszu nie ma wpływu, np. ryzyko operacyjne, ryzyko inflacji, płynności lokat a także ryzyko związane ze zmianami regulacji prawnych, jak również ryzyko likwidacji funduszu (Subfunduszu). Wśród ryzyk związanych z inwestowaniem należy zwrócić szczególną uwagę na ryzyka dotyczące polityki inwestycyjnej Subfunduszu, w tym m.in.: rynkowe, stóp procentowych, kredytowe, instrumentów pochodnych, ryzyko koncentracji, jak również rozliczenia. Szczegółowy opis czynników ryzyka znajduje się w Prospekcie Informacyjnym ALIOR SFIO.

Niniejszy materiał został przygotowany przez Alior Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. (Alior TFI). Jest to informacja reklamowa. Informacje i dane zawarte w tym materiale są udostępniane tylko i wyłącznie w celach informacyjnych i reklamowych. Niniejsza publikacja nie stanowi porady inwestycyjnej, rekomendacji i/lub oferty zakupu lub sprzedaży instrumentu finansowego, jak również nie należy traktować jej jako oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 roku Kodeks Cywilny. Publikacja ta nie jest również dokumentem informacyjnym wymaganym na mocy przepisów prawa i nie zawiera informacji wystarczających do podjęcia decyzji inwestycyjnej.

Inwestycja wiąże się z nabyciem jednostek uczestnictwa Subfunduszu, a nie aktywów będących jego własnością.

Wszelkie informacje zawarte w niniejszym materiale pochodzą ze źródeł własnych Alior TFI lub źródeł zewnętrznych, które Alior TFI S.A. analizując z najwyższą starannością uznaje za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one w pełni wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Wszelkie opinie i oceny wyrażane w niniejszym materiale są opiniami i ocenami ich autorów i są wyrazem ich najlepszej wiedzy, umiejętności oraz poglądów. Mogą one podlegać zmianie w każdym momencie, bez uprzedniego powiadomienia. Autorzy materiału ani Alior TFI nie ponoszą odpowiedzialności za kompletność i prawdziwość danych zawartych w materiale, jak również za wszelkie ewentualne szkody powstałe w wyniku wykorzystania informacji zawartych w niniejszym materiale. W przypadku zamiaru podjęcia decyzji inwestycyjnych zalecamy kontakt z Alior TFI celem potwierdzenia aktualności przedstawionych informacji. Odpowiedzialność za decyzje podjęte wyłącznie na podstawie niniejszego materiału ponoszą jego odbiorcy.

Indywidualna stopa zwrotu z inwestycji nie jest tożsama z wynikami inwestycyjnymi danego Subfunduszu i jest uzależniona od wartości jednostki uczestnictwa w momencie jej zbycia i odkupienia przez dany Subfundusz oraz od poziomu pobranych opłat manipulacyjnych i zapłaconego podatku bezpośrednio obciążającego dochód z inwestycji w dany Subfundusz. Wartość aktywów netto Subfunduszy może cechować się dużą zmiennością, ze względu na skład portfela inwestycyjnego i stosowane techniki zarządzania.

Przedstawione wyniki mają charakter historyczny (źródło: Alior TFI). Wyniki osiągnięte w przeszłości nie przewidują przyszłych zwrotów. Towarzystwo i ALIOR SFIO nie gwarantują osiągnięcia założonych celów inwestycyjnych ani uzyskania określonych wyników w przyszłości. Wyniki nie uwzględniają opłaty manipulacyjnej lub innych ewentualnych opłat.

Przed podjęciem ostatecznych decyzji inwestycyjnych należy zapoznać się z informacjami dotyczącymi ALIOR SFIO i danego Subfunduszu, w tym z polityką inwestycyjną danego Subfunduszu, uprawnieniami uczestników, opłatami i kosztami obciążającymi aktywa danego Subfunduszu oraz z informacjami o ryzyku inwestycyjnym danego Subfunduszu, zawartymi w Prospekcie Informacyjnym ALIOR SFIO, Tabeli Opłat oraz w Dokumencie zawierającym kluczowe informacje (KID). Tabela Opłat znajduje się na stronie www.aliortfi.com. Prospekt Informacyjny oraz KID sporządzone w języku polskim dostępne są w siedzibie Alior TFI, u Dystrybutorów oraz na stronie internetowej <https://www.aliortfi.com/dokumenty.html> w odpowiedniej zakładce.

Na zasadach określonych w statucie ALIOR SFIO, subfundusze mogą inwestować więcej niż 35% aktywów w papiery wartościowe emitowane, gwarantowane lub poręczone przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski, a niektóre z subfunduszy również w papiery wartościowe emitowane, gwarantowane lub poręczone także przez rząd Stanów Zjednoczonych Ameryki, Bank Rezerwy Federalnej (FED), państwo członkowskie Unii Europejskiej lub Europejski Bank Centralny.

Alior TFI posiada zezwolenie Komisji Nadzoru Finansowego na prowadzenie działalności.

Alior Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Chmielna 69, 00-801 Warszawa, zarejestrowana przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XIV Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego KRS 0000350402, NIP 1080008799, kapitał zakładowy 1.859.334,40 zł wpłacony w całości.