

KOMENTARZ RYNKOWY

06/2026



OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW:

Akcje

Wyniki NVIDIA za I kwartał 2026 roku zostały opisane już chyba wszędzie. Można je było odnaleźć na stronach, które słyną raczej z doniesień towarzysko-spekulacyjnych niż na tych z wyszukanyimi analizami finansowymi (Koledzy mówili, ja na „te” strony nie zaglądam). W efekcie ogłoszonych 20 maja wyników, mamy nowe amerykańskie rekordy, choć pierwsza reakcja na wyniki światowego hegemonu była wstrzemięźliwa. Dyrektor generalny spółki, Jensen Huang, podkreślił, że ekspansja infrastruktury sztucznej inteligencji i budowa fabryk AI przyspiesza na niespotykaną dotąd skalę. Wraz z poprawą wyników, spółka coraz więcej gotówki przekazuje akcjonariuszom. W ostatnim kwartale na dywidendę i skup własnych akcji Nvidia wydała 20 mld dol. W najbliższej przyszłości kwota ta znacząco wzrośnie. Trwającej hossie nie zaszkodził nawet maj, tradycyjnie miesiąc korekt na rynku. Wydaje się jednak, że jesteśmy coraz bliżej znaczącej korekty, bo wyceny spółek zaczynają być wysoce niepokojące. Odptyw kapitału do liderów hossy jest tak znaczący, że coraz ciekawsze branże oddają bardzo wiele ze swojej kapitalizacji. Ponad 50% skale spadków zrealizowały spółki... restauracyjne. Przykładem może być: Chipotle -50%. Cava -75%. Sweetgreen -80%. Jeszcze 2 lata temu spółki te wyceniane były mnożnikami wyżej niż Google, Microsoft czy Apple. Główny wskaźnik ESI dla strefy euro (Economic Sentiment Indicator – syntetyczny wskaźnik publikowany przez Komisję Europejską, który mierzy optymizm i oczekiwania przedsiębiorców oraz konsumentów) delikatnie wzrósł w maju (+0,3 pkt do 93,5), ale był nadal wyraźnie niższy niż przed wybuchem wojny na Bliskim Wschodzie. W środę 3 czerwca ogłoszony zostanie wskaźnik PMI dla sektora usług dla Niemiec (9:55) i całej strefy euro (10:00). Wstępne dane za maj pokazały załamanie Eurolandu i wejście w recesję. Wagi więc tych danych nie ma potrzeby eksponować. Wskaźnik ESI dla Polski to już prawdziwa petarda. Nie dość, że odbił o 0,9 pkt do 100,1, co jest trzecim najwyższym odczytem ostatnich 24 miesięcy, to poprawa nastrojów wśród konsumentów i firm usługowych była wyraźnie silniejsza niż w strefie euro, a razem z nimi lepiej sytuację oceniły też firmy budowlane. W tym ostatnim sektorze wskaźnik koniunktury znalazł się najwyższy od wybuchu pandemii w kwietniu 2020 r.! Nie mogę w każdym komentarzu używać argumentu dywidend jako rudymentalnego dla warszawskiej hossy, ale w dalszym ciągu, rekordowy dywidendowy rok, powinien skłaniać inwestorów do poszukiwania zdrowych fundamentalnie spółek, płacących stopę dywidendy powyżej marnych rentowności oferowanych przez depozyty. Polski raper z Lubina o wdzięcznym pseudonimie OKI w swoim niezbyt wyszukanyim dziele pt. „Akcje zwrotne” rymuje: „Te akcje zwrotne / Nie wiem czemu ciągle jak mogę to leć do nich / Tak je gonię – bez przerwy...”. Czy cytat ten nie pasuje także do uczuć wielu Inwestorów? Coraz więcej wiemy o OKI (Osobistych Kontach Inwestycyjnych a nie o Oskarze Kamińskim). Ministerstwo Finansów szacuje, że wprowadzenie Osobistych Kont Inwestycyjnych (OKI) przyciągnie na rynek kapitałowy od 60 mld do 100 mld zł w ciągu trzech lat. Ruch w dobrą stronę, niestety to raczej kroczone niż kroki. Ponad połowa oszczędności Polaków nadal ulokowana jest w gotówce i depozytach bankowych – instrumentach, które przez dekady nie zapewniały realnych zysków. To najwyższy poziom wśród dużych gospodarek UE, znacząco powyżej unijnej średniej (31%) i ponad czterokrotnie wyższy niż w Szwecji (12%), a to przecież na wzór szwedzkich ISK (Investeringssparkonto) stworzono polskie rozwiązanie. Obawiam się tylko aby ślimacze tempo wprowadzenia tego rozwiązania, nie pozwoliło amerykańskim bankom, czyli liderom obrotów na GPW, uknuć strategii, mogącej wywindować kursy znacznie powyżej fundamentalnych wycen, z nadzieją, że... będzie komu sprzedać.

Obligacje

Zaskoczenie to zdecydowanie za mało powiedziane. Słowo szok lepiej chyba oddaje dane rządowych analityków spod znaku GUS, dotyczące majowej inflacji. Ta, miała według tych danych, nie tylko nie wzrosnąć, ale wręcz względem kwietnia spaść! W maju 2026 roku indeks cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) był o **3,1%** wyższy w porównaniu z analogicznym miesiącem ubiegłego roku. To odczyt nieco niższy od zaraportowanego za kwiecień poziomu 3,2%. Oraz zdecydowanie niższy od rynkowego konsensusu na poziomie 3,7%. Oznacza to, że praktycznie wszyscy rynkowi ekonomiści (w tym autor komentarza) przeszacowali majową inflację konsumentką. Według GUS-u w maju koszyk dóbr konsumpcyjnych był tańszy niż w kwietniu, co stoi w sprzeczności nie tylko z oczekiwaniami ekonomistów, ale też codziennymi doświadczeniami wielu konsumentów, w tym moimi własnymi. Te dane to prawdziwy suspens, który odgrzeje oczekiwania dotyczące obniżek stóp procentowych, a z pewnością zrewiduje i tak nieuzasadnione, zmierzone stawkami IRS, roszczenie rynku do trzech podwyżek stóp w ciągu 12 msc. W natłoku złych informacji (kłopoty fiskalne Polski opisałem w komentarzu majowym), ta będąca zdecydowanie dobrą, może dać impuls do wzrostu cen obligacji stało-kuponowych. RPP swoją decyzję poda już 2 czerwca. Obstawiam, że stopy zostaną pozostawione bez zmian. Rynkowa wycena zmian stóp procentowych przez Fed prawie cały miesiąc wskazywała na jeden ruch o 25 pb, ale w ostatnich dniach maja podwyżka została podana w wątpliwość. Mieszanka danych z USA (niższy szacunek PKB za I kw., więcej zgłoszeń po zasiłki dla bezrobotnych, ale i nieco słabsza od oczekiwań inflacja PCE) nie zmieniła tej sytuacji. Federal Open Market Committee obraduje w dniach 16-17 czerwca – pod przewodnictwem najbogatszego ze wszystkich dotychczasowych prezesów – multimiliardera Kevina Warsha. Rozstrzygające dla decyzji będą dane które zostaną opublikowane na początku miesiąca. Pierwszy piątek miesiąca przyniesie rządowy raport z amerykańskiego rynku pracy. Ekonomiści liczą na umiarkowanie pozytywne 95 tys. nowych miejsc pracy w sektorach pozarolniczych oraz utrzymanie stopy bezrobocia na poziomie 4,3%. Jeśli tak się stanie, ceny obligacji uzyskają powód do wzrostów.

OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW:

Surowce

Złoto zapada w coraz głębszą korektę, coraz śmielej i częściej łamiąc barierę 4500 USD za uncję. Póki co, każde łamanie tej bariery, kończy się powrotem, ale trudno oprzeć się wrażeniu, że powrót ten jest coraz bardziej nieśmiały. Wydaje się, że ostatni miesiąc złoto porusza się w prostej korelacji: jastrzębie dane – silniejszy dolar – spadek ceny. Jeśli więc, dojdzie do spodziewanego zwrotu na rynku stopy procentowej (rewizja wycenianych przez rynek podwyżek stóp w USA), to i złoto będzie bliżej końca korekty. Po tym, jak administracja Donalda Trumpa wycofała się z planów nałożenia ceł na kruszec, nowojorskie skarbcze giełdowe COMEX, w których zgromadzono rekordowe w historii 1350 ton metalu, zaczęły gwałtownie topnieć. Banki masowo wywożą sztabki, które po przetopieniu w Szwajcarii trafiają bezpośrednio do Chin czy Hongkongu, aby zaspokoić tamtejszą, międzypokoleniową gorączkę złota. Zdumiewający krok premiera Indii, Narendry Modiego, który zaapelował do obywateli o całkowite wstrzymanie zakupów złota na rok i podniósł cła z 6 do 15%, jest różnie interpretowane, ale przecież dla popytu (zakładając karność obywateli) informacją dobrą nie jest. Nawet „New York Times” zauważył, że Donald Trump naprzemiennie mówi o końcu wojny, bombardowaniach, negocjacjach i blokowaniu Iranu – czasem nawet w ciągu tego samego dnia. Póki co cena ropy wyraźnie spadła w konsekwencji perspektywy porozumienia USA z Iranem. Kompletny bałagan informacyjny, zapewne celowy, powoduje, że nie wiemy jaki jest stan faktyczny i czy czasem do pełnego otwarcia cieśniny Ormuz nie jest jeszcze daleka droga. Jeśli by tak było, to spadki okazałyby się płytkie i tymczasowe. Z technicznego punktu widzenia jednak, rynek wyraźnie respektuje trend spadkowy. Potwierdzeniem jest zarówno seria coraz niższych szczytów i dołków jak i wyraźna linia trendu. Kurs testuje kolejną istotną strefę popytową zlokalizowaną w pobliżu 87,4 USD za baryłkę. Dopiero powrót ponad przełamany wcześniej obszar 89,7 USD mógłby poprawić sytuację strony popytowej.

Waluty

Każde dane sprzyjające ewentualnej podwyżce stóp to aprecjacja dolara, każde mogące rewidować oczekiwania rynkowe to możliwy powrót do deprecjacji. Stabe informacje na temat dochodów i wydatków Amerykanów należały do tych drugich. O ile dochody w kwietniu w ujęciu miesięcznym stały w miejscu, o tyle wydatki rosły o 0,5%. Do tego produkt krajowy brutto w I kwartale wyniósł tylko 1,6%, co będzie też wołaniem o obniżki stóp. Trzeba jednak pamiętać, że w USA publikowany jest wskaźnik annualizowany. Pokazuje on, jak wyglądałby cały rok, gdyby utrzymała się dynamika z danego kwartału. Kierunek, być może na cały miesiąc, wskazała piątkowe dane o zatrudnieniu (06.06). Jeśli będą one pomocną dłońią dla Warsha w jego domniemanej misji obniżania stóp, dolar wróci do deprecjacji. Fala pozytywnych nastrojów na świecie (czy uzasadnionych to się okaże) spowodowała EURPLN poniżej 4,23. Zaskakujące dane o inflacji, a co za tym idzie nadzieje na zmianę kierunku przyszłej decyzji RPP, powinny złotemu odpocząć od prężenia muskuł. Coraz mniej prawdopodobne wydaje się wystąpienie wyraźnie zarysowanych efektów drugiej rundy, za czym stoi m.in. słabnący polski konsument oraz coraz niższa dynamika płac. Kwietniowy odczyt (5,4%) wykazał najniższą dynamikę wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw od lutego 2021 r. Mniej zarabiamy, mniej wydajemy – karą może być słabszy złoty. Z drugiej strony, złotówkę w bardzo wąskim paśmie wahań utrzyma w kolejnym miesiącu absorpcja KPO. Według ministerialnej strony na 26.05, podpisano ponad 1 mln 103 tys. umów, a wartość projektów to prawie 219 miliardów złotych. KPO generuje na krajowym rynku podaż EURO i popyt na PLN z prostą oczywistą konsekwencją dla kursu EUR/PLN.



Marcin Lau

Główny Analityk Phinance S.A.

Powyższy komentarz nie jest rekomendacją w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z 19 października 2005 roku. Został on sporządzony w celach informacyjnych i nie powinien stanowić podstawy do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Ani autor ich opracowania, ani Phinance S.A., nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie informacji zawartych w niniejszym komentarzu. Kopiowanie bądź powielanie niniejszego opracowania bez podania źródła jest niezgodne z prawem.

Komentarz wyraża wiedzę oraz poglądy autora według stanu na dzień sporządzenia. Został on sporządzony z rzetelnością i starannością przy zachowaniu zasad metodologicznej poprawności, na podstawie ogólnodostępnych informacji, uznanych przez autora za wiarygodne.

Inwestycja w fundusze inwestycyjne jest obciążona wieloma czynnikami ryzyka np. między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju i międzynarodową, określonym stanem prawnym i możliwością jego zmian, a także tendencjami zachodzącymi w innych segmentach rynku finansowego (m.in. rynki walutowe, stopy procentowe) czy towarowego.

Żaden fundusz inwestycyjny nie gwarantuje realizacji założonego celu inwestycyjnego ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Uczestnik funduszu inwestycyjnego powinien mieć świadomość możliwości osiągnięcia zysku, ale również poniesienia straty.

Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej zalecane jest zapoznanie się z prospektem informacyjnym danego funduszu oraz kluczowymi informacjami dla inwestorów lub z analogicznym dokumentem, opisującym ryzyka związane z inwestowaniem w dany instrument finansowy.

Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego komentarza lub jego części bez pisemnej zgody Phinance S.A. jest zabronione.



KONTAKT



Grzegorz Kaliszuk

Dyrektor Departamentu Produktów Inwestycyjnych

Kom: +48 600 241 457

Mail: grzegorz.kaliszuk@phinance.pl



Marcin Lau

Główny analityk Phinance S.A.
Makler papierów wartościowych nr licencji 1790

Kom: +48 666 011 113

Mail: marcin.lau@phinance.pl