



KOMENTARZ RYNKOWY

08/2026



OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW:

Akcje

Walczę z własnym egocentryzmem jak mogę, ale trudno mi oprzeć się wrażeniu, że sprawcą ostatniej fali wzrostów na polskiej giełdzie w tej hossie, która w dodatku pozwoli pewnie dotrzeć po 19 latach na rekordowe poziomy indeksowi WIG20, jestem ja. Wystarczyło napisać, że polskie akcje są jak polscy piłkarze „poza grą” w poprzednim komentarzu i cuma została odcięta a rynek polskich akcji, robiąc mi psikusa, dobija do brzegu z napisem „All Time High”. I to wbrew wiodącemu rynkowi amerykańskiemu, na którym wystąpiła korekta, dotykając najbardziej spółki technologiczne. Odbyla się ona (bo chyba dobiega końca) w momencie publikowania wyników, które w większości wypadków można określić phinancowym słowem: spektakularne. Po publikacji raportów prawie połowy amerykańskich spółek, konstatujemy, że zarówno zyski, jak i przychody są wyraźnie wyższe od oczekiwań analityków i historycznych średnich. Jak wynika z wycień FactSet zarówno odsetek spółek z indeksu S&P 500, które odnotowały pozytywne zaskoczenia w zyskach, jak i skala tych niespodzianek przewyższają ostatnie średnie. Aż 86 proc. spółek podało rzeczywisty zysk na akcję (EPS) powyżej szacunków, co stanowi wartość wyższą od 5-letniej średniej wynoszącej 78 proc. i 10-letniej średniej wynoszącej 76 proc. Łącznie spółki raportują zyski o 39,3 proc. wyższe od szacunków, co stanowi wartość wyższą od 5-letniej średniej o 7,0 proc. i 10-letniej średniej o 7,4 proc. Absolutnym królikiem z kapelusza jest zysk na akcję odnotowany przez Alphabet: 9,11 USD w porównaniu z 2,88 USD w drugim kwartale ubiegłego roku. Łączny wskaźnik wzrostu zysków za drugi kwartał wynosi dziś 37,9 proc. W poprzednim kwartale było to 24,8 proc! Każdy właściwie letni dzień zaczyna się od publikacji przez którąś amerykańską spółkę rekordowych wyników, wszystko wskazuje więc na to, że po opublikowaniu wszystkich raportów wskaźnik wzrostu zysków może być nawet większy niż obecne 37,9 proc. Będzie to oznaczać najwyższy wzrost zysków odnotowany przez indeks od III kwartału 2021 roku (kiedy wyniósł on 40,3 proc.). Będzie to również drugi z rzędu kwartał wzrostu zysków powyżej 20 proc. i siódmy z rzędu kwartał dwucyfrowego wzrostu zysków spółek. Przychody spółek również wyglądają imponująco. Do dziś zaraportowano wzrost w drugim kwartale o 13,2 proc. Oznacza to najwyższy wzrost przychodów odnotowany przez spółki z indeksu S&P 500 od drugiego kwartału 2022 roku (kiedy wyniósł on 13,9 proc.). Będzie to również drugi z rzędu kwartał dwucyfrowego wzrostu przychodów amerykańskich spółek. W efekcie prognozy zakładają wzrost zysków w III i IV kwartale 2026 r. na poziomie 27,3 i 24,9 proc. Na rok 2026 analitycy prognozują wzrost zysków (w ujęciu rok do roku) na poziomie 27,3 proc. Raportowane wyniki spółek są więc ważnym argumentem za kolejną odsłoną hossy. Inaczej można interpretować wzrost wskaźnika Forward P/E, który wynosi dla indeksu S&P500 – 20,1, co jest wartością wyższą od średniej 5-letniej (19,9) i 10-letniej (19,0). Pokazuje on raczej, że ceny giełdowe powinny spaść, albo że wyniki powinny być jeszcze lepsze. Obecna hossa charakteryzuje się historycznie wysoką koncentracją inwestycji w kilku kluczowych obszarach. Wydatki koncentrują się na firmach półprzewodnikowych takich jak NVIDIA oraz na garście „hiperskalerów”, czyli technologicznych gigantów dostarczających infrastrukturę chmurową. Tworzy to słaby punkt, ponieważ każdy spadek wydatków na AI mógłby doprowadzić do znacznego ograniczenia aktywności w całym tym wzajemnie powiązanym ekosystemie. Ogromny kapitał wymagany do rozwoju AI jest także powodem do niepokoju, a niektóre raporty wskazują na coraz bardziej cyrkularny charakter tych wydatków. Polskim spółkom w drodze na rekordowe poziomy pomaga perspektywa Osobistych Kont Inwestycyjnych. Coraz bardziej uprawniona jest teza postawiona parę miesięcy temu, że amerykańskie banki inwestycyjne, będą sprzedawać polskie akcje złapanym na haczyk OKI, przy rekordowych poziomach. Gdyby OKI wystartowały rok temu, wielu świeżych nuworyszki byłoby zadowolonych. Niestety jak śpiewa Kazik: „Gdyby nie słupek, gdyby nie poprzeczka, gdyby się nie przewrócił, gdyby to najczęstsze słowo w Polsce...”. Nieopatrzna futbolową metaforą z poprzedniego miesiąca odczarowałem rynek akcji. Nie udało się to niestety w przypadku piłkarzy, którzy kolejny rok pozostaną na peryferiach prawdziwej piłki i dużych pieniędzy. Rekordowych notowań polskich akcji doczekaliśmy, a „Czy doczekam, że Ligę Mistrzów wygra Legia albo Lech?”

Obligacje

Jakoś nikt nie zauważa dramatycznej sytuacji na polskim długu skarbowym. Nikt nie bije na alarm, a tymczasem rentowność benchmarkowej dziesięcioletniej obligacji znów jest bliżej 6% niż 5%. Nie da się tego stanu rzeczy obronić tylko droższą ropą (widmo inflacji) czy ogólnie słabą sytuacją na zglobalizowanych rynkach długu. Inwestorzy wycenili też fatalny stan finansów państwa polskiego, bo jak inaczej uzasadnić fakt, że w Europie trudno znaleźć obligacje o wyższych rentownościach (Turcja, Rumunia i Islandia). Coś co wydawało się „niemożliwe”, czyli jak mówią finansiści na całym świecie: obarczone małym prawdopodobieństwem, stało się realne. Obligacje węgierskie są notowane z niższą rentownością niż polskie! Musimy więc płacić zadłużając się, więcej niż prawie cała Europa. I to w sytuacji, kiedy inflacja (GUS?) zaskakuje niskimi odczytami a PKB jest jednym z lepszych w Europie. Oj, coś inwestorzy nie dowierzają tym danym albo demonizują wpływ wzrostu cen ropy na przyszłą inflację. Rynek długu pozostaje pod presją. Duże amerykańskie spółki technologiczne zadłużają się na olbrzymią skalę, zwiększając wydatki na rozbudowę infrastruktury sztucznej inteligencji i robią to przy wysokich rentownościach, ponieważ inwestorzy stają się bardziej selektywni w absorbowaniu rosnącej podaży. Skala tego zadłużania się jest bezprecedensowa. Sześć największych firm technologicznych, w tym Amazon, Alphabet i Microsoft, wyemitowało na świecie obligacje o wartości około 244 mld dolarów do połowy lipca 2026 roku. Ta kwota, zestawiona ze średnią roczną wynoszącą 28 mld dolarów w latach 2020-2024, pokazuje skalę gigantycznego wzrostu długu. Ten wzrost podaży jest głównym czynnikiem powodującym rozszerzanie się spreadów kredytowych tych spółek, co sygnalizuje, że inwestorzy żądają wyższych zwrotów za zwiększone ryzyko i wolumen. Dług finansuje ogromną falę nakładów inwestycyjnych, które według prognoz mają zbliżyć się do 1 bln dolarów rocznie do 2027 roku, wyłącznie na infrastrukturę AI. Ten szalony wydatek wywiera presję na solidne bilanse nawet najbardziej zasobnych w gotówkę spółek. Niedawny raport Moody's podkreślił, że to poleganie na finansowaniu zewnętrznym oznacza fundamentalną zmianę względem modeli biznesowych spółek, prowadząc do osłabienia wolnych przepływów pieniężnych i zwiększenia ryzyka finansowego.

OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW:

Surowce

Aby skutecznie zaprognozować cenę ropy, nawet w skali miesiąca, trzeba by mieć siedzących z lornetkami wokół cieśniny Ormuz szpiegów. W każdej chwili komunikat o eskalacji czy też deeskalacji, może cenę odwrócić. Do tego dochodzi szum medialny, który powoduje, że tak naprawdę nie wiadomo, co i czy w ogóle, tamtędy płynie. Może taki jest cel administracji amerykańskiej, żeby było wiadomo, że nic już nie wiadomo... W tej sytuacji na plan dalszy schodzą komunikaty, które w normalnych czasach rynek by transportował w cenę baryłki, taki jak ten o historycznym spadku zapasów ropy naftowej w Strategicznej Rezerwie USA. Te spadły do najniższego poziomu od 1983 roku. Uwolnienie rezerw miało na celu stabilizację ceny po wznowieniu ataków na Iran. Kiedyś jednak te rezerwy będą chciały Stany odbudować. Złoto pozostaje na wsparciu. 4000 USD za uncję broni się, trudno powiedzieć jak długo. Ciągłe bardziej prawdopodobny jest spadek na 3400 USD, czyli poziomy cenowe sprzed roku niż atak na 5000 USD. Bardzo zaskakującą informację podał World Gold Council, który obniżył szacunek zakupów banków centralnych w I kwartale z 244 do 57 ton. Korekta nie oznacza, że 187 ton złota zniknęło z globalnego popytu. World Gold Council przeniósł tę wielkość z kategorii zakupów banków centralnych do segmentu transakcji pozagiełdowych, określanego jako OTC and other. Rewizja osłabia zatem argument, że banki centralne od początku roku agresywnie wykorzystywały spadek ceny złota do zwiększania rezerw. Od stycznia do czerwca banki centralne i inne oficjalne instytucje kupiły netto około 345 ton złota. Był to najniższy wynik za pierwsze półrocze od 2022 roku. NBP za to kupuje bezrefleksyjnie i można odnieść wrażenie, że każda cena jest dobra. Wielkość zakupów NBP od stycznia do końca czerwca odpowiadała niemal 24 proc. globalnego popytu netto banków centralnych i innych oficjalnych instytucji w pierwszym półroczu. Polska była największym oficjalnie raportowanym nabywcą zarówno w II kwartale, jak i od początku roku. Scenariuszem negatywnym dla złota byłoby dalsze przyspieszenie inflacji, wzrost rentowności obligacji, podwyżki stóp i umocnienie dolara. Jeżeli jednocześnie zakupy banków centralnych osłabną, a z funduszy ETF nadal będzie odpływał kapitał, poziom 4 tys. USD może zostać ponownie poddany presji.

Waluty

Coraz bardziej prawdopodobna staje się paradoksalna sytuacja, w której nowy prezes Fedu zacznie urzędowanie od zaostrzenia polityki monetarnej, mimo że nominujący go na to stanowisko prezydent Trump otwarcie domaga się istotnych obniżek. Media znów obiegła wypowiedź DT w której twierdzi, że jego zdaniem USA powinny mieć najniższe stopy na świecie. Laureat pokojowej nagrody FIFA, nie ukrywał nominując Kevina Warsha, że jako szef Fedu ma mu te stopy obniżyć. Sam Warsh dysponuje jednak tylko 1 z 12 głosów w Federalnym Komitecie Otwartego Rynku. Przypomina to polską sytuację, w której obiegowa opinia głosi, że za stopy odpowiada dysponujący jednym głosem (bo wcale nie dwoma!) prof. Glapiński. Od przeszło 5 lat inflacja CPI w Stanach Zjednoczonych nieustannie przewyższa 2-procentowy cel Fedu, a FOMC przez poprzednie dwa lata wyraźnie obniżył stopy procentowe. W czerwcu inflacja konsumencka obniżyła się wprawdzie z 4,2% do 3,5%, ale był to w znacznej mierze efekt przejściowego spadku cen paliw. Model prognostyczny Fedu z Cleveland przewiduje, że w lipcu inflacja CPI w USA ukształtuje się na poziomie 3,37%. Czyli nieco wyższym niż w czerwcu i wciąż bardzo odległym od docelowych 2%. W tej sytuacji 29 lipca FOMC zdecydował o pozostawieniu stóp bez zmian, w przedziale 3,50-3,75%. Było to już piąte z kolei posiedzenie FOMC, na którym zapadła taka decyzja. Wcześniej, jesienią 2025 roku doszło do trzech kolejnych cięć po 25 pb. każda. Warto podkreślić, że lipcowa decyzja nie zapadła jednogłośnie. Przegłosowano ją stosunkiem głosów dziewięć do trzech. Tych trzech członków, którzy głosowali w mniejszości, domagało się podwyżki stóp o 25 pb. Inwestorzy przestają wierzyć w szybkie podwyżki. Jeśli prawdopodobieństwo wrześniowej spadnie poniżej 50 proc. (teraz wynosi 65 proc.) stworzy to pole do mocniejszej korekty dolara w sierpniu. Zaskakująco niska inflacja w Polsce powoduje roszczenia obniżania stóp a nie podwyższania. Polska polityka pieniężna, będąc w kontrze do wiodących banków centralnych, powinna powodować presję na złotówkę.


 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