



KOMENTARZ RYNKOWY

09/2026



OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW:

Akcje

„Seminarium Phinance 2026” odbywające się w równo z zakończeniem wakacji, w przepięknej scenerii polskich Tatr, dobiegło końca. Nie chcąc pisać truizmów o niezapomnianej energii i innych takich, przywołam wiadomość, która zelektryzowała wszystkich uczestników. Otóż Ojcowie, Założyciele Phinance oznajmili urbi et orbi, że Nasza Spółka zostaje partnerem oficjalnym Reprezentacji Polski w piłce nożnej. Skoro tak, czuje się absolutnie usprawiedliwiony, używając w komentarzach ekonomicznych, co zdarza mi się dość często, piłkarskich metafor. Kadra trenera Urbana w końcówce września wróci do gry, póki co w Lidze Narodów, a polskie akcje w grze pozostają cały czas. W sierpniu WIG20 osiągnął zapowiadany poziom 4000 punktów i póki co, po leciutkiej korekcie, znajduje się 50pkt powyżej tej okrągłej liczby. Wykres WIG20 jednak, niczym dziury w defensywie polskiej kadry, straszy głębszym spadkiem. Można bowiem dopatrzeć się podwójnego szczytu, można obawiać się diamentu wyrysowanego w ostatnim miesiącu, można w końcu na wykresie dwuletnim dostrzec, zrealizowanie całego pięcioletniego impulsu wzrostowego. To by zapowiadało raczej chłodną jesień na rynku polskich akcji. Argumentami za polskimi akcjami, pozostają wyniki finansowe. Nie wiadomo tylko jak długo, gdyż w związku z fatalnym stanem finansów publicznych, rząd będzie szukał pieniędzy, gdzie się da, a nie ma lepszego celu niż znajdujące się w doskonałej kondycji polskie spółki giełdowe. Można przecież dojechać podatkowo nie tylko banki czy spółki energetyczne, ale z pewnością da się sięgnąć dalej. Niech kondycję finansową spółek zobrazuje wynik KGHMu. Narastająco, po pierwszym półroczu 2026 roku grupa KGHM miała 24,711 mld zł przychodów, co oznacza wzrost o 40,8 proc. rok do roku (znawcy trunków wiedzą, że 40% to jest dużo!). Skorygowana EBITDA wzrosła o 89,1 proc. rok do roku (Absynt?) do 9,198 mld zł. Zysk netto przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej wyniósł 5.579 mln zł wobec 579 mln zł rok wcześniej. Magia liczb sprawia, że pierwsze półrocze tego roku srebro narodowe skończyło z wynikiem o równe 5 miliardów lepszym. Oczywiście obecny kurs spółki wydatnie uwzględnił te dane finansowe ze stopą zwrotu na poziomie 184%. Bardzo dużym optymistą pozostaje Minister Finansów. Zaplanowane dochody budżetu państwa z dywidend od udziałów Skarbu Państwa w spółkach mają wynieść (według projektu ustawy budżetowej) 13,9 mld zł. Oznacza to wzrost o 76 procent w porównaniu do planów na ten rok, które zostaną zapewne zrobione. Plan dochodów z dywidend na 2027 rok zakłada więc 6 mld zł więcej. „Prognoza dochodów oparta została o szacunki wpływów z tytułu dywidend wybranych spółek z udziałem Skarbu Państwa przy zastosowaniu metod ekonomiczno-statystycznych oraz na podstawie przyjętych założeń dotyczących kształtowania się zmiennych ekonomicznych”. Trzeba z ufnością spoglądać w niebiosa, aby czasem rynek boleśnie nie zweryfikował statystyczno-ekonomicznych metod.

Obligacje

To prawda, że idąc na Kasprowy Wierch, jakiś wielkich ekspozycji nie mamy. To nie jest Orla Perć czy wyprawa na Rysy od Morskiego Oka. Twórcy obecnego stanu finansów państwa wybrali szlak, na którym widać piękną odstoniętą przepaść. Rząd przyjął projekt budżetu na 2027 rok, według którego dziura w państwowej kasie wyniesie 282,6 mld zł. Kwota potrzeb pożyczkowych brutto robi wrażenie – to aż 565 mld zł. Gigantyczne będą też koszty obsługi długu. Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych ma przekroczyć 7 proc. PKB. Na zaciskanie pasa w roku wyborczym nie było co liczyć, ale te liczby stawiają w bardzo niewygodnej sytuacji inwestujących w papiery skarbowe. Rentowność obligacji dziesięcioletniej nie czekała na realizację lub nie, tego zięjącego czarną dziurą budżetu i już dziś wymierzyła karę dotkliwie korygując cenę, docierając z rentownością na zapowiadane w poprzednim komentarzu ponad 6%. Czynnikiem ryzyka dla scenariusza makro w budżecie na 2027 są m. in. koniunktura w otoczeniu zewnętrznym, wojna na Bliskim Wschodzie, wejście w życie systemu ETS2 i ewentualne weta prezydenta wobec rządowych projektów zwiększających dochody budżetowe. Całe szczęście, póki co, agencje ratingowe, jakoś tak zupełnie przychylnie patrzą na Polskę. Mając na szali dobrą dużą gospodarkę i fatalnie wyglądające finanse publiczne z większą rewerencją patrzą na gospodarkę. Agencja Fitch zdecydowała się pozostawić ocenę wiarygodności kredytowej Polski bez zmian na poziomie A- zachowując jednocześnie – już od roku – jego negatywną perspektywę. W uzasadnieniu do ustawy budżetowej na 2027 rok resort finansów prognozuje, że wzrost PKB Polski w 2026 r. wyniesie 3,6 proc. a w 2027 r. spowolni do 3,0 procent. Co mogłoby pomóc polskim obligacjom skarbowym? Chyba tylko zmiana globalnego nastroju. Departament Skarbu i Rezerwa Federalna pracują nad skoordynowanym podejściem politycznym, które mogłoby skierować rządowe pożyczki w stronę krótkoterminowego długu i ograniczyć podaż długoterminowych obligacji skarbowych. Porozumienia Skarbu i Fed, miałyby pozwolić zmniejszyć bilans FED za cenę rozszerzenia bilansów banków komercyjnych, które przejęły by więcej krótkoterminowego długu. Skarb amerykański przeszedłby na finansowanie bardziej krótkoterminowe a niższa podaż mogłaby obniżyć długoterminowe rentowności. Być może jakieś ocieplenie na rynku amerykańskich obligacji dałoby nadzieję polskim inwestorom. Licząc od początku roku bowiem, średnia stopa zwrotu w kategorii „papierów dłużnych polskich skarbowych” (klasyfikacja Analizy.pl) to (-0,16%). Nad Tatrami dziś ciężkie chmury.

OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW:

Surowce

Wszyscy którzy przegapili ostatnią możliwość tańszego w ramach CPN tankowania, wchodzili dziś w nowy rok szkolny z wyższym rachunkiem. I jakoś nie widać, żeby w obecnym miesiącu, miałby on być mniejszy. W ostatnim dniu sierpnia, ceny ropy wzrosły, a ropa Brent ponownie znalazła się powyżej 90 dolarów za baryłkę. Siły USA uderzyły w dwie irańskie wyrzutnie na irańskiej wyspie Larak w cieśninie Ormuz. Według przedstawiciela USA zaatakowane wyrzutnie były przygotowywane przez Korpus Strażników Rewolucji Islamskiej do rozmieszczenia w cieśninie Ormuz rakiet przenoszących miny morskie. Laureat pokojowej nagrody FIFA, prezydent USA Donald Trump, podkreślił politykę zerowej tolerancji wobec nowych przypadków rozmieszczania min na tym strategicznym szlaku wodnym, stwierdzając, że Waszyngton wykorzystuje zaawansowaną technologię do monitorowania tego obszaru. W odpowiedzi irańskie wojsko ostrzegło, że atak spotka się z poważnymi konsekwencjami gospodarczymi i wojskowymi. Te bezpośrednie ataki przypominają o ryzyku szerszej niestabilności regionalnej, powodując wzrost stawek frachtu morskiego i składkę za morskie ubezpieczenia od ryzyka wojennego. Warto też zwrócić uwagę na obraz techniczny. Wykres cenowy ropy WTI, rysuje rozbudowaną formację trójkąta/diamentu i straszy ponowną próbą wejścia na 100 dolarów. Fani złotych inwestycji doczekali się mocnej obrony 4000 USD za uncję i natychmiast znaleziono sporo argumentów za powrotem ceny złota na 5000 USD. Taką cenę wyznaczyła odważna rekomendacja BNP Paribas. Bardzo wątpię, żeby to było szybko możliwe. Rentowności obligacji na bardzo wysokich poziomach bowiem, mogą wydatnie chłodzić napływy do tej klasy aktywów. Widmo inflacji i FED, który ma związane ręce i obniżyć stóp nie będzie, na pewno jakiejś nadmiernej złotej hossie nie będą sprzyjać. Warto odnotować kolejne, tym razem sierpniowe rekordy cenowe miedzi. Jak od linijki rysowana linia trendu na wykresie, daje nadzieję na kontynuację wzrostu. W dalszym ciągu straszy cena gazu TTF. Mający przecież duży wpływ na inflacyjne prognozy surowiec, pozostaje na wyznaczonych w marcu, rocznych maksymalnych poziomach cenowych. Magazyny niepełne – presja rośnie. Zakład z aurą staje się coraz bardziej ryzykowny.

Waluty

Dlaczego jen jest taki ważny? Otóż Japonia jest znaczącym posiadaczem amerykańskich obligacji skarbowych. Nadmierna deprecjacja jena mogłaby doprowadzić do przymusowego zamykania pozycji. Taka sytuacja stwarza poważne ryzyko przeniesienia się na rynki globalne. To dlatego właśnie doszło do wspólnej interwencji walutowej USA i Japonii pod koniec lipca. Z drugiej strony do czego mogłaby doprowadzić nadmierna aprecjacja jena? Obawy koncentrują się wokół popularnego „carry trade”. Inwestorzy pożyczają w jenach o niskim oprocentowaniu, aby inwestować w aktywa o wyższej rentowności za granicą. Nagła, gwałtowna aprecjacja jena sprawiłaby, że te transakcje stałyby się nierentowne, co mogłoby wywołać szybką i masową wyprzedaż globalnych aktywów, w tym amerykańskich obligacji i akcji, gdy inwestorzy pośpiesznie spłacałoby swoje kredyty denominowane w jenach. Sytuację malowniczo obrazuje staropolskie przysłowie, którego w poważnym komentarzu ekonomicznym nie da się przytoczyć, a które zaczyna się od słów: „Gdzie się nie obrócisz...”. Mimo powrotu wysokich rentowności obligacji, amerykańska waluta ma ogromne trudności ze zbudowaniem trwałego ruchu wzrostowego i pozostaje dalej przy działającym jak magnes poziomie 1,15. Rynek dostrzega, że wyższe stopy na długim końcu wynikają dziś z premii za ryzyko, wyższych oczekiwań inflacyjnych, a nie z siły gospodarki. Taka kombinacja, czyli ubytek zaufania do papierowego dolara, przy ciągłej potrzebie szukania płynności, tworzy idealne środowisko dla aktywów alternatywnych. Wróć do łask BITCOIN, przekraczający 77 tys. USD. Dla polskiego złotego globalny spadek atrakcyjności dolara stanowi silny bufor ochronny. Krajowa waluta pozostaje relatywnie stabilna, wspierana również przez pojawiające się jastrzębie oczekiwanie dotyczące przyszłej komunikacji ze strony RPP, która wobec niepewności wokół cen energii utrzymuje stopy procentowe na dotychczasowych poziomach. Warto jednak zauważyć, że złoty ma się dobrze przede wszystkim względem dolara, natomiast w przypadku pozostałych głównych walut pozostaje raczej słabszy z perspektywy krótkiego terminu.



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