



by Tomasz Trela | Listy do inwestorów

Cena bycia wyjątkowym

O największej od 2008 roku wyprzedaży spółek półprzewodnikowych i o tym, dlaczego ekstremalna zmienność to cena biletu, którą musimy zapłacić za... no właśnie – za co?

Mam nadzieję, że tegoroczne wakacje spędzili Państwo tak, jak należy – czyli z dala od notowań. Jeśli tak, to gratuluję wyczucia, bo lipiec był na giełdzie miesiącem, którego oglądanie na żywo wymagałoby solidnej dawki leków uspokajających.

Indeks spółek półprzewodnikowych Philadelphia Semiconductor (SOX) stracił w lipcu 21%, notując najgorszy miesiąc od października 2008 roku, czyli od samego środka globalnego kryzysu finansowego. Z kapitalizacji trzydziestu największych producentów chipów wyparowało 2,2 biliona dolarów – ponad dwukrotność rocznego PKB Polski. Każda z dwudziestu dwóch lipcowych sesji przyniosła wahania w trakcie dnia przekraczające 2%, a realna zmienność indeksu wspięła się na poziom niewidziany od wybuchu pandemii COVID-19.

Lista poszkodowanych robi wrażenie. Najwięcej wartości straciło TSMC (pół biliona dolarów!), SK Hynix tąpnął o 55% wywołując nawoływania do ustąpienia prezydenta Korei Południowej, a Intel po spadku o 40% zanotował najgorszy pojedynczy miesiąc od września 2000 roku.

Najciekawszy jednak jest powód tej gigantycznej przeceny. Otóż... nie stało się nic. Żadnej rewizji prognoz, żadnej recesji w gospodarce, żadnego załamania popytu. Przeciwnie – TSMC w połowie tego fatalnego miesiąca *podniosło* prognozy przychodów i wydatków inwestycyjnych. A mimo to spadało dalej.

Ktoś machnie ręką i powie, że to prognozy tylko jednej z wielu spółek, więc jakie znaczenie mają one dla całej branży? Ano takie, że TSMC to praktycznie jedyna firma, która produkuje chipy dla całej rzeszy innych spółek: od Nvidii, przez ARM i AMD, po customowe chipy Google, Mety i Amazona; a więc jest świetnym punktem, w który warto patrzeć, aby ocenić kondycję całej branży.

Jeśli zatem nie zawiniły fundamenty, to co? Otóż... chciwość. Jak zwykle zresztą. A konkretniej: przelewarowanie. Chipy były w tym roku najbardziej zatłoczonym zakładem na Wall Street, a po wzrostach o kilkaset procent ktoś w końcu musiał zacząć realizować zyski.

Do tego doszły masowe i błyskawiczne *margin calle*. Fundusz Situational Awareness na przykład, został zmuszony do wyprzedaży akcji, na czym stracił dziesiątki miliardów dolarów właściwie jednego dnia. To spowodowało, że korekta nabrała własnej oszałamiającej dynamiki, napędzając kolejne *margin calle*, czyli

wezwania do uzupełnienia depozytu lub sprzedaży spadających akcji. Klasyczny przykład tego, do czego prowadzi przelewarowanie.

Problem polega na tym, że dopóki inwestujemy swoje pieniądze, to mamy tzw. *staying power*. Mówiąc inaczej: nikt nie jest w stanie zmusić nas do sprzedawania spadających akcji po niekorzystnej cenie. Gdy jednak jesteśmy zalewarowani, ten komfort znika całkowicie, bo w przypadku gwałtownych spadków, broker zmusza nas do pozbycia się tracących pozycji, co tylko napędza dalszą wyprzedaż na giełdzie.

Tymczasem tym, co charakteryzuje dobrego inwestora, jest umiejętność przeczekania okresów zawirowań i... nie robienia niczego. Trudno jednak nie robić nic, kiedy do sprzedawania akcji zmusza nas własny broker.

"Successful investing demands a price. The price is paid in: volatility, fear, doubt, uncertainty, and regret."

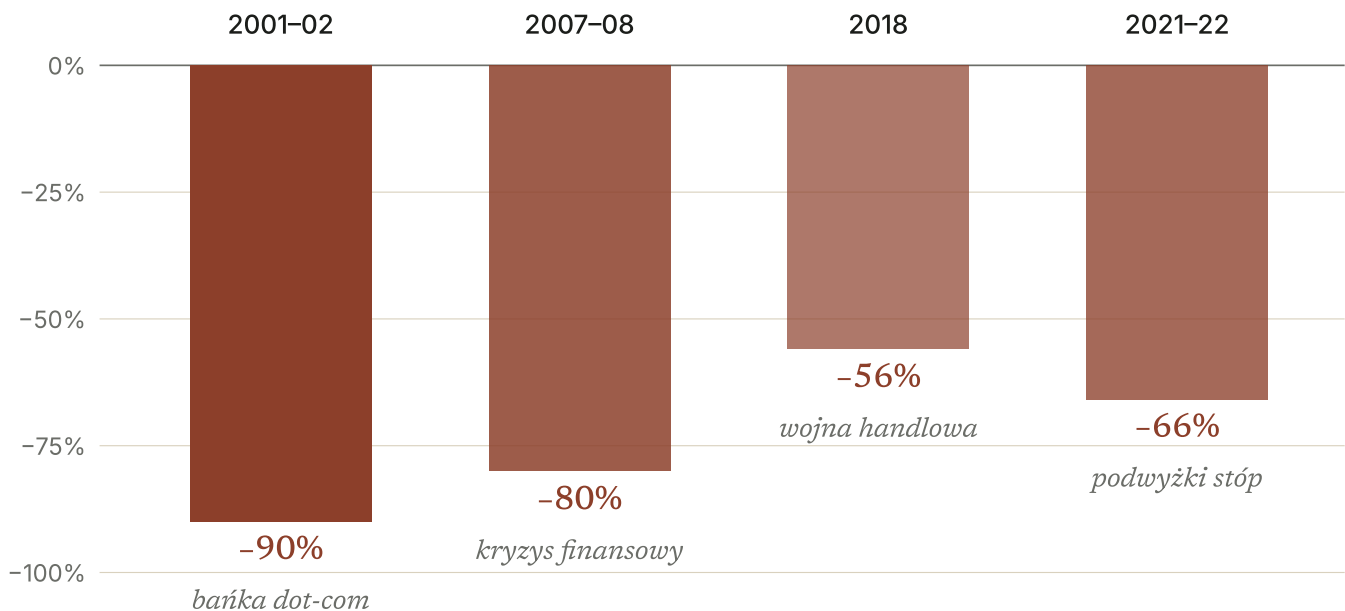
— MORGAN HOUSEL, „THE PSYCHOLOGY OF MONEY”

I to jest właśnie poprawny sposób myślenia o tym, co wydarzyło się w lipcu. Jeżeli chcemy stóp zwrotu wyższych niż indeks, musimy zaakceptować obsunięcia większe niż indeks. To nie wada strategii, tylko jej cena.

Najlepszym dowodem jest spółka, która przez ostatnie ćwierć wieku dała zarobić więcej niż jakakolwiek inna wchodząca w skład popularnych indeksów. Nvidia po drodze do tego tytułu czterokrotnie traciła od połowy do dziewięciu dziesiątych swojej wartości. Kto wysiadał na każdym z tych obsunięć, ten płacił karę. Kto rozumiał, że wahania są nieodłącznym elementem inwestycji, ten po latach odebrał swoją nagrodę.

Cena biletu

Największe obsunięcia kursu Nvidii od szczytu do dołka – po drodze do tytułu najlepszej inwestycji ostatniego ćwierćwiecza na amerykańskiej giełdzie.



Cztery razy trzeba było znieść utratę większości kapitału, aby odebrać całą nagrodę.

Źródło: Na podstawie notowań NVDA (Nasdaq), obsunięcia od szczytu do dołka w ujęciu cen zamknięcia, wartości przybliżone.

. . .

Skoro ustaliliśmy już, że lipcowa przecena nie miała fundamentalnej przyczyny, warto zapytać, co w tym czasie działo się z prognozami spółek, które spadały najbardziej (dostawcy infrastruktury AI).

Odpowiedź: prognozy rosły w najlepsze.

Czterej najwięksi hyperscalerzy (ich klienci) – Amazon, Microsoft, Alphabet i Meta – zwiększyły na 2026 rok łączne wydatki inwestycyjne do 725 miliardów dolarów, o 77% więcej niż rekordowe 410 miliardów rok wcześniej. Alphabet i Meta w trakcie sezonu wyników te widełki *podnieśli* po raz kolejny, a analitycy na 2027 rok kreślą już poziomy przekraczające bilion dolarów rocznie.

Horyzont 2030 roku wygląda jeszcze śmielej. Goldman Sachs szacuje, że sama wielka czwórka wyda do tego czasu łącznie 5,3 biliona dolarów, a McKinsey wycenia globalne nakłady na centra danych potrzebne do końca dekad na blisko 7 bilionów – z czego 5,2 biliona przypadnie na infrastrukturę pod sztuczną inteligencję.

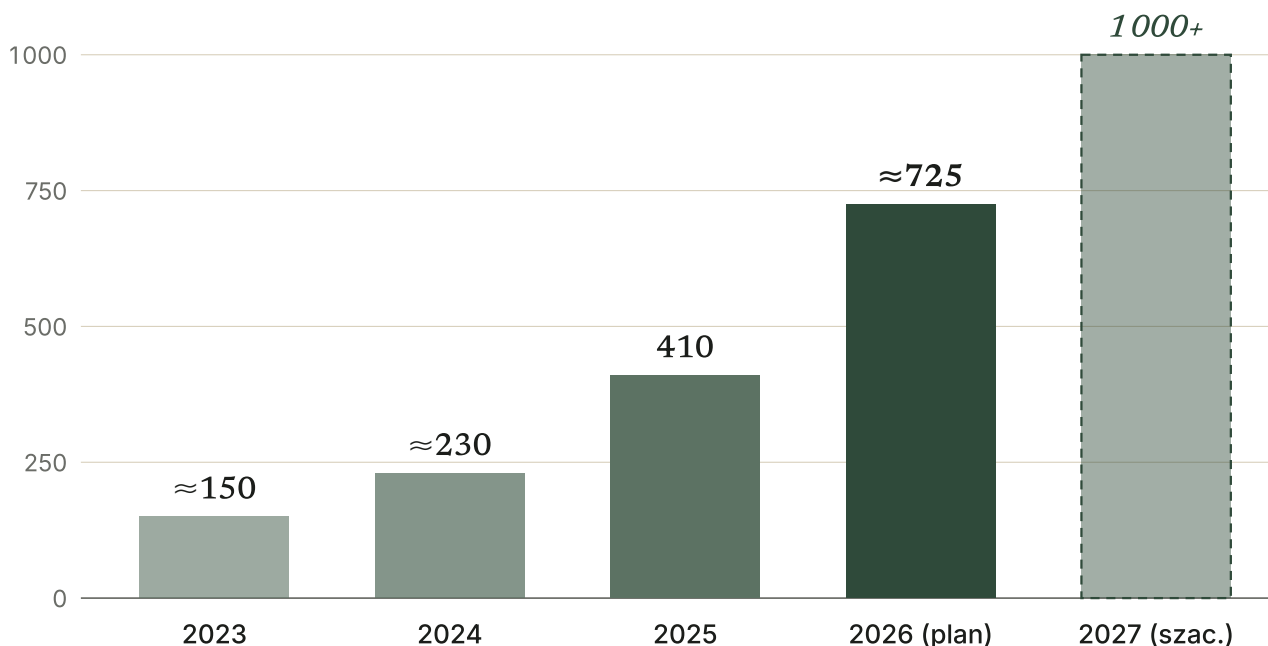
Wydatki hyperscalerów to przychód firm, które im tę infrastrukturę dostarczają, a więc, między innymi: Nvidia, Broadcom, ARM, TSMC, Arista Network, Marvell, SK Hynix, Micron, Vertiv i tak dalej.

Więcej o mapie ekosystemu AI i jego beneficjentach pisałem [w tym artykule](#)

WYKRES II

Pedał gazu w podłodze

Łączne wydatki inwestycyjne czterech hyperscalerów (Amazon, Microsoft, Alphabet, Meta) – w miliardach dolarów rocznie.



W samym środku „najgorszego miesiąca od 2008 roku” te liczby rosły, a nie malały.

Źródło: raporty i prognozy spółek (guidance na 2026 r. wg stanu po sezonie wyników za II kw.); 2027 – szacunki analityków (m.in. Evercore, Bank of America). Wartości w mld USD.

Ale te wydatki to dopiero wierzchołek góry lodowej. The Wall Street Journal policzył właśnie zobowiązania, których w bilansach nie widać: podpisane, lecz jeszcze nierozpoczęte umowy najmu centrów danych oraz kontrakty na zakup chipów i mocy obliczeniowej. U dziewięciu największych spółek technologicznych łączyło się tego około 3 bilionów dolarów – mniej więcej czterokrotność tego, co widnieje w oficjalnych sprawozdaniach finansowych pod postacią leasingów i długu.

Reguły księgowe pozwalają bowiem trzymać takie zobowiązania poza bilansem do momentu, aż staną się wymagalne – czasem dopiero za kilka lat. Dla przykładu Meta zakontraktowała w Luizjanie centrum danych wielkości 1700 boisk futbolowych, ale nie zaksięgowała z tego tytułu ani dolara pasywów.

Magia rachunkowości, prawda?

Góra lodowa

Zobowiązania czterech hyperscalerów (Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft): to, co widać w bilansach – i to, co pozostaje pod powierzchnią.

W BILANSACH

leasingi: 248 mld \$

dług długoterminowy: 356 mld \$

≈ 0,6 bln \$

LINIA BILANSU

POZA BILANSAMI

nierozpoczęte umowy najmu:

904 mld \$

kontrakty zakupowe:

1 520 mld \$

≈ 2,4 bln \$

cztery razy więcej, niż widać na powierzchni

Źródło: „The Wall Street Journal” z 18.08.2026, analiza raportów kwartalnych (16 sierpnia 2026); dane wg ostatnich dostępnych sprawozdań. U dziewięciu największych spółek technologicznych łączne zobowiązania pozabilansowe sięgają ok. 3 bln \$.

Teraz tylko pytanie, czy to dobrze czy źle, że tych zakontraktowanych wydatków nie widać w sprawozdaniach? Ano zależy, z której strony spojrzeć. Dla spółek wydających pieniądze raczej źle, ale dla beneficjentów tych wydatków dobrze, bo to oznacza, że wyceny bazujące na obecnych prognozach wzrostu przychodów są znacznie niedoszacowane.

No właśnie – wyceny. Po przecenie rzędu 30–50% od czerwcowych szczytów w wielu spółkach z sektora – przy prognozach zysków na kolejne dwa lata, które nie tylko nie spadły, ale wciąż są rewidowane w górę – wskaźniki wyprzedzające skurczyły się do poziomów, jakich w tym sektorze nie widzieliśmy od dawna. Mapa ekosystemu AI, którą rozrysowałem w lutym – od TSMC i ASML, przez pamięci HBM, po sprzęt do produkcji i zasilanie centrów danych – pozostaje zatem aktualna co do joty.

Zauważyli to zresztą nie tylko czytelnicy raportów. W ostatnim tygodniu lipca inwestorzy indywidualni wpłacili do ETF-ów półprzewodnikowych rekordowe 12 miliardów dolarów – najwięcej w historii tej klasy funduszy, choć stanowią one ledwie 1% aktywów wszystkich ETF-ów.

Na koniec, żeby nie było tak kolorowo, jedną sprawę trzeba nazwać po imieniu. Cała ta misterna konstrukcja – biliony w kontraktach, datacenter wielkości miast, prognozy rewidowane bez końca w górę – opiera się na jednym założeniu: że sztuczna inteligencja rzeczywiście przeniknie każdą dziedzinę życia, zacznie na siebie zarabiać, a popyt na moc obliczeniową dalej będzie rósł razem ze wzrostem zastosowań AI.

Jeśli ta teza się obroni, wydatki na infrastrukturę (i nasze inwestycje w spółki, które ją dostarczają) zwrócą się z nawiązką, a lipcowe obsunięcie okaże się w retrospekcji tym, czym zwykle okazują się takie obsunięcia: rewelacyjną okazją, żeby wejść w ten zakład po raz pierwszy lub podnieść jego stawkę dla tych, którzy postawili go dawno temu.

Jeśli jednak w ciągu kolejnych 2-3 lat AI nie zacznie na siebie zarabiać (albo zostanie wygryzione przez tanie chińskie modele), to zarówno amerykańscy hyperscalerzy, jak i inwestorzy, stracą cierpliwość i brutalnie utną dalsze nakłady na rozwój infrastruktury.

Jak zwykle zatem cała teza inwestycyjna sprowadza się do tego, w co wierzymy i co uważamy za bardziej prawdopodobne.

Czy AI okaże się jedynie kosztowną modą w rodzaju metaverse – na punkcie którego te same spółki straciły głowę ledwie cztery lata temu, a Meta (dawny Facebook) zdążyła nawet zmienić swoją nazwę, zanim po cichu odłożyła projekt na półkę; czy raczej czymś na kształt internetu, który wywrócił każdą gałąź życia i gospodarki do góry nogami i z czasem otworzył drogi do monetyzacji tej technologii, o jakich dwie dekady temu nikt nawet nie śnił.

Ja myślę, że – mimo realnych zagrożeń – bardziej prawdopodobny jest jednak scenariusz numer dwa, a Państwo?

Do usłyszenia,

Tomasz Trele

– Warszawa, 18 sierpnia 2026

P.S. W pierwszym wydaniu tego cyklu pisałem co prawda, że czasem najlepszą strategią jest nie robić nic, ale w przyszłym tygodniu pokażę Państwu, jak przy pomocy opcji można zabezpieczyć się przed takimi spadkami, jak te z lipca tego roku.