



by Tomasz Trela | Listy do inwestorów

Krach przemilczany

Najbezpieczniejsze papiery świata straciły połowę wartości i... nikogo to nie obchodzi. W tym wydaniu o tym, dlaczego rynek obligacji swój krach ma już za sobą, a rynek akcji dopiero przed sobą – i co to wszystko ma wspólnego ze spółkami AI.

Jest taki instrument finansowy, który – jak uczono nas przez ostatnich czterdzieści lat – zapewnia zysk wolny od ryzyka. Amerykańska obligacja skarbową, bo o niej mowa, to papier, na którym opiera się cały system finansowy świata. Obligacje rządowe to punkt odniesienia dla ustalenia warunków każdego kredytu, każdej wyceny i każdego modelu, który kiedykolwiek policzył, ile warta jest spółka.

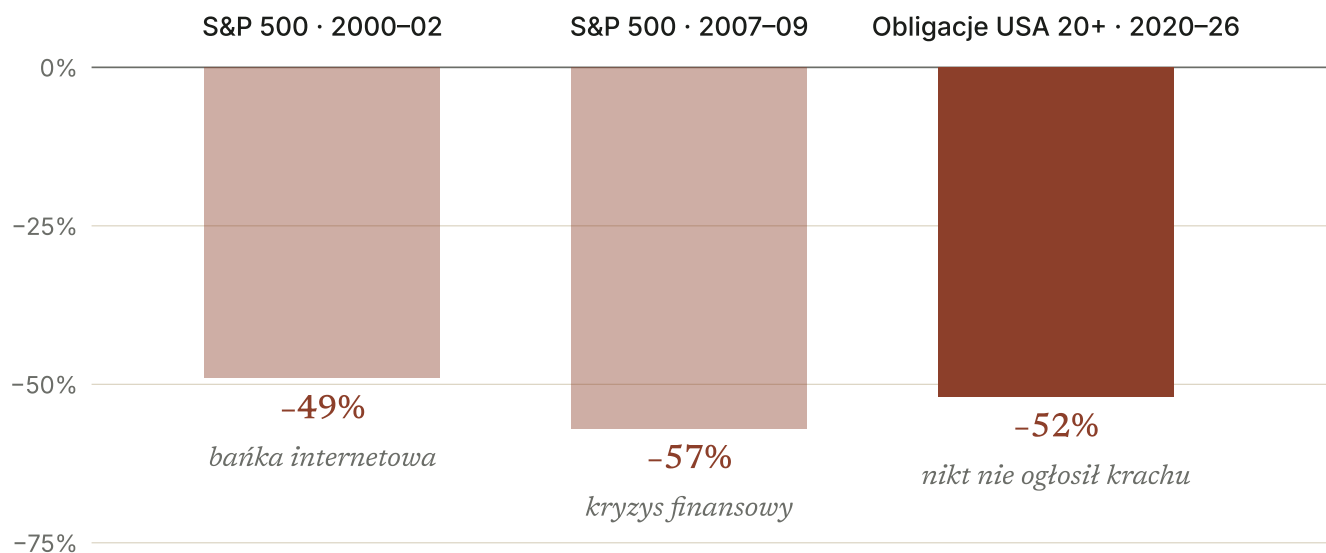
Otóż ten papier – w wersji długoterminowej, o zapadalności powyżej dwudziestu lat – stracił od szczytu z marca 2020 roku już 52% wartości i kosztuje dziś tyle, co w czerwcu 2004 roku. Dwadzieścia dwa lata wzrostów wymazane w ciągu sześciu lat.

Co ciekawe – żadna z tych obligacji nie przestała płacić odsetek. Rząd Stanów Zjednoczonych nie ogłosił niewypłacalności, nikt nie zbankrutował, nie było paniki, o której pisałyby pierwsze strony gazet. A jednak gdyby taką stratę zanotował indeks akcji, mówilibyśmy dziś o jednym z największych krachów tego stulecia.

W przypadku tąpnięcia na rynku obligacji nastąpiło jednak jakby zbiorowe przemilczenie.

Krach, o którym się nie mówi

Obsunięcie od szczytu do dołka: dwa największe krachy giełdowe tego stulecia – i długoterminowe obligacje skarbowe USA od marca 2020 roku.



Papier bez ryzyka stracił tyle, co akcje w dwóch największych krachach tego stulecia.

Źródło: S&P 500 – obsunięcia w ujęciu cen zamknięcia; obligacje – iShares 20+ Year Treasury Bond ETF (TLT), szczyt z marca 2020 r. wobec ceny z 4 września 2026 r. (82,21 \$), bez uwzględnienia wypłaconych kuponów. Wartości przybliżone.

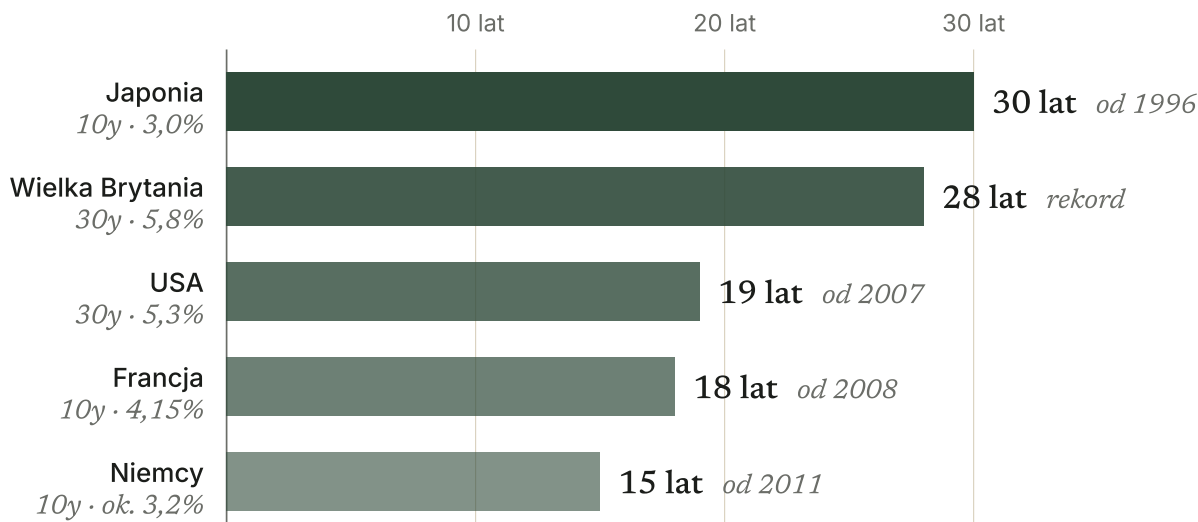
A przecież tylko w ciągu ostatnich dwunastu miesięcy te „bezpieczne” papiery potaniały o kolejne 8%. I nie chodzi wyłącznie o Amerykę.

Brytyjski rząd sprzedał w poniedziałek trzydziestoletnie obligacje z rentownością 5,82% – najwyższą, odkąd w 1998 roku zaczęto prowadzić porównywalne statystyki. Japonia, kraj, który przez trzy dekady uczył świat, że stopy procentowe mogą być zerowe, a nawet ujemne, płaci dziś za dziesięcioletni pieniądz 3% – po raz pierwszy od 1996 roku. Rentowności francuskich dziesięcioletek są najwyższe od 2008 roku, niemieckich od 2011. A amerykańska trzydziestolatka przebiła 5,3% – poziom ostatnio widziany w 2007 roku, tuż przed kryzysem finansowym.

To szalenie istotne, bo rentowności są odwrotnością ceny. Mówiąc inaczej, rentowność to cena, jaką rząd płaci za pożyczony pieniądz. Im wyższa przy sprzedaży nowych obligacji, tym więcej odsetek budżet będzie płacił co roku przez dziesięć czy trzydzieści lat. Finansowanie się sprzedażą długu staje się po prostu coraz mniej efektywne.

Z jak unikalnym zjawiskiem mamy do czynienia

Jak daleko trzeba się cofnąć, żeby zobaczyć dzisiejsze rentowności obligacji rządowych. Stan na pierwszy tydzień września 2026 r.



W obligacjach straszy już nie tylko sam poziom, ale też to, jak dawno nikt go nie widział.

Źródło: UK Debt Management Office (aukcja z 8.09.2026, najwyższa rentowność od początku porównywalnych danych w 1998 r.); Ministerstwo Finansów Japonii; Departament Skarbu USA; Bloomberg; dane prasowe (CNBC, Reuters, CNN) z pierwszego tygodnia września 2026 r. Niemcy – wartość przybliżona.

. . .

Dlaczego zatem z obligacjami dzieje się to, co się dzieje? Otóż powody są trzy.

Pierwszy to inflacja. Wojna z Iranem i blokada cieśniny Ormuz podniosły w tym roku cenę ropy o około 60%, a razem z nią oczekiwania inflacyjne. Pomysły Donalda Trumpa na rozdawanie wyborcom po 5 000 dolarów też nie pomagają. Obniżki stóp, które na początku roku uchodziły za pewnik, wyparowały; rynek wycenia dziś raczej podwyżkę Fed w przyszłym tygodniu niż cięcie. Wyższe stopy to wyższe rentowności.

Drugi powód to też wojna, ale nie tylko ta na Bliskim Wschodzie. Rządy zbroją się na potęgę, dopłacając do wydatków na sprzęt wojskowy, personel, bazy, samoloty, okręty, rakiety, ale też dopłacając do energii. Wszystko to zwiększa presję inflacyjną i sprawia, że dług publiczny sięga już (lub nawet przekroczył) 100% PKB we wszystkich krajach G7 z wyjątkiem Niemiec. A im większe ktoś ma zadłużenie, tym wyższy koszt jego utrzymania i wyższy koszt emisji nowego długu.

Trzeci powód to sytuacja fiskalna Ameryki. Zadłużenie Stanów Zjednoczonych przekroczyło właśnie 40 bilionów dolarów. Same odsetki pochłoną w tym roku ponad bilion dolarów – więcej, niż Ameryka wydaje na obronność, co stanowi największy ich udział w dochodach budżetu od 1991 roku. Do końca

roku Departament Skarbu musi zrolować ponad 8 bilionów dolarów zapadającego długu. Pieniądze na to muszą się skądś wziąć, a każdy, kto je rządowi pożycza, chce za to coraz więcej, bo pożyczkobiorca staje się coraz mniej wiarygodny i coraz bardziej zadłużony.

Do tego dochodzi jeszcze czwarta warstwa, o której mówi się najmniej: konkurencyjna podaż. Nie tylko rządy pożyczają jak nigdy. Światowe emisje obligacji korporacyjnych sięgnęły w tym roku rekordowych 4,9 biliona dolarów, a pięciu największych hyperscalerów – Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft i Oracle – wyemitowało od stycznia 220 miliardów dolarów długu, ponad dwa razy więcej niż w całym ubiegłym roku. Kiedy wszyscy chcą pożyczać naraz, cena pieniądza rośnie. To najprostsze prawo ekonomii, jakie istnieje.

. . .

I teraz – dlaczego to takie groźne? Bo rentowność obligacji skarbowych nie jest jedną z wielu stóp procentowych. Jest tą, od której liczy się wszystkie pozostałe.

Mechanizm jest prosty. Rentowność amerykańskiej dziesięciolatki to cena pieniądza bez ryzyka: tyle rynek żąda za pożyczenie pieniędzy komuś, kto – jak zakładamy – na pewno je odda (np. rząd USA).

Każdy inny pożyczkobiorca na świecie płaci tę samą cenę bazową plus dodatkową ruchomą marżę za to, że ta pewność oddania pieniędzy jest jednak mniejsza (niż w przypadku rządu USA). Spółka z ratingiem inwestycyjnym płaci 1–2 punkty procentowe powyżej rządu, spółka śmieciowa 3–4, albo i więcej.

Jeśli zatem rośnie podstawa oprocentowania, to pozyskanie finansowania staje się droższe absolutnie dla wszystkich – od konsumentów, przez firmy, po rządy. Mówiąc w skrócie – wyższa rentowność to droższy kredyt. Droższy kredyt to wyższe koszty. Wyższe koszty to niższy zysk. A niższy zysk to – prędzej czy później – niższy kurs akcji.

Prędzej czy później – to jest właśnie sedno.

. . .

Wpływu wyższych odsetek na rynek akcji dziś jeszcze nie widać. S&P 500 jest o dwa procent od historycznego szczytu, zyski spółek rosną w tempie dwucyfrowym szósty kwartał z rzędu, a przychody w drugim kwartale wzrosły najszybciej od 2021 roku. Gdzie więc ten krach?

W nadchodzącym harmonogramie spłaty.

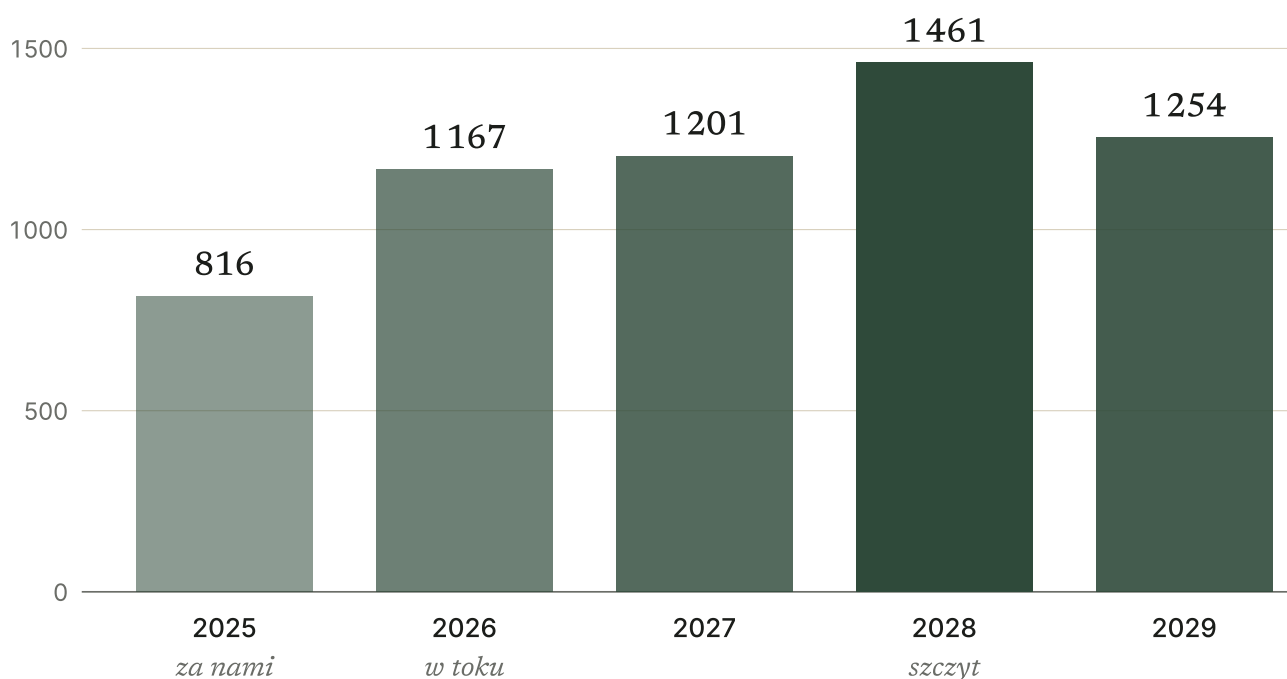
Spółka, która w 2021 roku wyemitowała dziesięcioletnie obligacje ze stałym oprocentowaniem 2–3%, płaci dziś dokładnie tyle samo odsetek, co pięć lat temu. Jej koszt długu nie drgnął, choć rynkowa cena pieniądza wzrosła w tym czasie dwu-, trzykrotnie. Ale spółka miała stałe odsetki, dlatego jeszcze nie cierpi. Jej oprocentowanie zmieni się dopiero wtedy, gdy stare obligacje wygasną, a spółka będzie musiała zastąpić je nowymi – po 5 czy 6%. To oznacza dwa razy wyższy koszt obsługi długu. Ten efekt będzie widoczny nie w dniu, w którym rosną rentowności obecnych obligacji, tylko w dniu, w którym przyjdzie termin wykupu.

I te terminy właśnie nadchodzą. Według S&P Global amerykańskie spółki muszą w tym roku zrolować około 1,2 biliona dolarów długu, w przyszłym drugim tyle, a w 2028 roku – rekordowe 1,5 biliona. To w większości pieniądze pożyczone w latach 2020–2021 tuż po pandemii, kiedy dług był niemal darmowy.

WYKRES III

Czas rolowania, tzw. The Debt Maturity Wall

Zapadalność długu amerykańskich spółek – obligacje, kredyty i linie odnawialne – w miliardach dolarów rocznie.



Ponad bilion dolarów rocznie – z kuponów po 2–3% na kupony po 5–6%.

Źródło: S&P Global Ratings, harmonogram zapadalności długu spółek amerykańskich posiadających rating (obligacje, kredyty, linie odnawialne) wg stanu na 1 stycznia 2025 r. W mld USD.

Rachunek za wyższe stopy nie przychodzi zatem jednego dnia, jak w krachu giełdowym. Przychodzi ratami – po jednej zapadalności naraz – przez trzy, cztery lata. I dlatego jeszcze nie widać go w sprawozdaniach finansowych spółek, ani w ich wycenach, ani w kursach akcji. Ale kiedyś będzie.

. . .

Kto wtedy ucierpi najbardziej? Ten, kto pożycza najwięcej. A dziś najwięcej pożyczają... firmy kupujące infrastrukturę pod sztuczną inteligencję.

Pisałem w poprzednim memo o wydatkach hyperscalerów: 725 miliardów dolarów w tym roku, ponad bilion w przyszłym, 5,3 biliona do końca dekady. Otóż te pieniądze w coraz większym stopniu nie pochodzą z zysków, tylko z rynku długu. Bank Rozrachunków Międzynarodowych pisał już w styczniu, że skala inwestycji w AI przerosła możliwości finansowania ich z bieżącej gotówki – i że branża przeniosła się na rynek obligacji i kredytu prywatnego.

Najciekawsze dzieje się jednak piętro niżej. „Financial Times” doniósł we wtorek, że bankierzy z Morgan Stanley i Goldman Sachs negocjują z agencjami S&P, Moody's i Fitch, aby OpenAI i Anthropic – obie spółki złożyły w czerwcu poufne prospekty emisyjne, a debiut Anthropic na Nasdaq możliwy jest już w październiku – otrzymały rating inwestycyjny natychmiast po wejściu na giełdę.

To absolutnie niespotykane. Do tej pory spółki takie jak Netflix czy Tesla musiały czekać odpowiednio 19 i 12 lat na przyznanie im ratingu inwestycyjnego. W przypadku spółek AI banki lobbują, aby odbyło się to natychmiast po debiucie.

Dlaczego to takie ważne? Bo rating inwestycyjny to klucz do jedynej sali, w której leżą naprawdę duże pieniądze: do rynku obligacji korporacyjnych wartego 11,7 biliona dolarów, na którym kupują fundusze emerytalne, ubezpieczyciele i instytucje publiczne. Większość z nich ma statutowy zakaz kupowania papierów spekulacyjnych. Bez ratingu inwestycyjnego OpenAI i Anthropic są skazane na drogi kapitał wysokiego ryzyka i gwarancje partnerów: Nvidia poręczyła 105 miliardów dolarów na centrum danych OpenAI w Ohio, Oracle finansuje projekt za około 300 miliardów, Google i Broadcom kredytują zakupy chipów przez Anthropic. Bez ratingu te firmy nie mają innego wyjścia. Z ratingiem – mogą pożyczać same, taniej i bez końca.

Jest tylko jeden problem. Żadna z tych spółek nie zarabia. Żadna nie wypracowała jeszcze trwale dodatnich przepływów pieniężnych. Według tradycyjnych kryteriów obie są – jak przyznają sami analitycy agencji – w strefie śmieciowej. Precedens już jednak jest. SpaceX dostał rating inwestycyjny natychmiast po czerwcowym debiucie, co ucieszyło praktycznie wszystkich. Przynajmniej na kilka dni, bo jego obligacje warte 25 miliardów dolarów wkrótce potem zaczęły tracić na wartości.

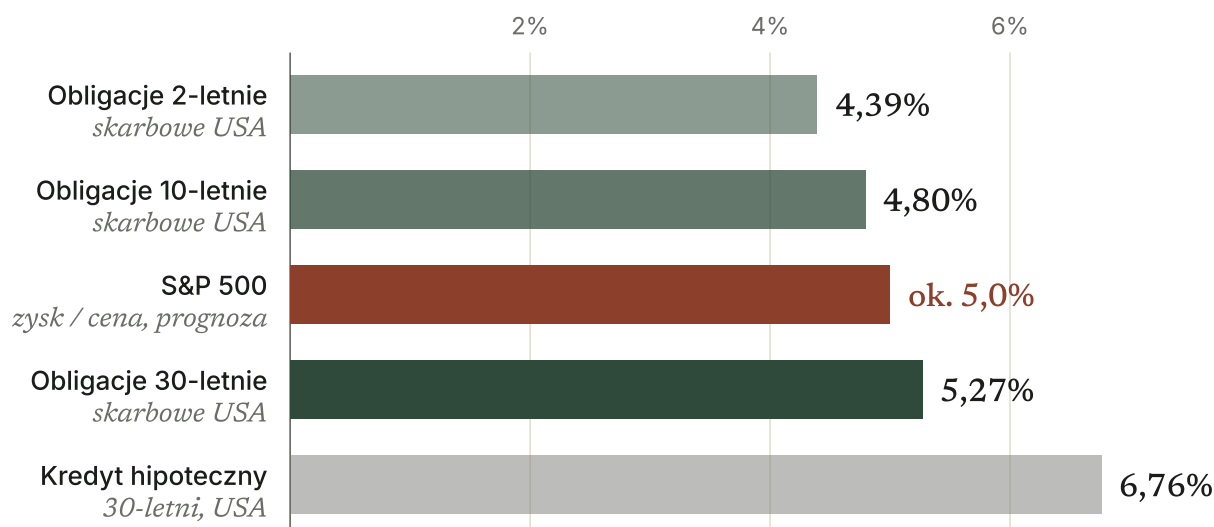
I tu koło się domyka. Wysokie stopy plus niski rating to zamknięte drzwi do taniego długu. Wysokie stopy plus wysoki rating to drzwi otwarte – ale każdy miliard pożyczony dziś na budowę centrum danych kosztuje ponad dwa razy więcej odsetek niż ten pożyczony w 2021 roku. Dla dostawców tej infrastruktury – spółek, o których pisałem trzy tygodnie temu – to na razie dobra wiadomość, bo ich rachunek płaci ktoś inny. Tyle że ten ktoś płaci go pożyczonym pieniądzem, a cena pożyczonego pieniądza właśnie wzrosła.

. . .

I teraz, co to wszystko ma wspólnego z szerokim rynkiem akcji? Otóż zależność pomiędzy rentownościami a akcjami istnieje, tyle tylko, że nie w kursie, lecz w wycenie.

Która inwestycja ma dziś wyższą rentowność?

Ile dziś płaci jeden dolar ulokowany w papierach bez ryzyka – a ile w S&P 500.



Za ryzyko posiadania akcji zamiast papieru bez ryzyka rynek płaci dziś prawie nic.

Źródło: Departament Skarbu USA (rentowności z 8.09.2026); Mortgage Research Center (oprocentowanie 30-letniego kredytu konforemnego, 4.09.2026); FactSet – stopa zysku S&P 500 jako odwrotność wskaźnika C/Z na prognozowanych zyskach 12-miesięcznych (ok. 20). Wartości przybliżone.

Stopa zysku S&P 500 policzona jest tu jako prognozowany zysk na akcję podzielony przez cenę, czyli odwrotność wskaźnika cena/zysk, która dzisiaj wynosi około 5%. Dziesięcioletnia obligacja skarbowa płaci 4,80%, trzydziestoletnia 5,27%. Innymi słowy: za ryzyko posiadania akcji (zamiast papieru bez ryzyka) rynek płaci dziś tylko kilka dziesiątych punktu procentowego więcej. A licząc zyskami z ostatnich dwunastu miesięcy zamiast prognoz, ta premia jest ujemna – po raz pierwszy od bańki internetowej.

Mówiąc jeszcze inaczej – przy obecnych wycenach rynku akcji, inwestorom bardziej opłaca się ulokować swoje pieniądze w gwarantowany 30-letni dług USA bez ryzyka, bo on płaci 5,27%, niż w ryzykowne S&P 500, którego rentowność wynosi obecnie 5%.

Ale żeby ulokować pieniądze w obligacje, to trzeba je skądś wziąć. Skąd? Na przykład sprzedając akcje, które wzrosły i przenosząc gotówkę do obligacji, które spadły. Tak działają instytucje i tak powstają korekty, a czasem nawet krachy.

Więcej na temat tych zależności pisałem w Encyklopedii Inwestycyjnej pod pojęciami: [earnings yield](#), [risk-free rate](#) i [excess yield](#).

. . .

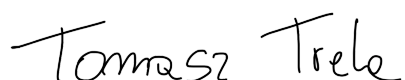
Jaki z tego wszystkiego płynie wniosek?

Nie taki, że grozi nam nieuchronny krach na rynku akcji, bo dopóki gra muzyka i dopóki znajdują się chętni na finansowanie kolejnych inwestycji nawet przy coraz wyższym koszcie kredytu, to dalsza ekspansja wydaje się niezagrożona.

Niemniej w którymś momencie coraz wyższy koszt finansowania będzie już nie do zniesienia i firmy ograniczą dalsze jego pozyskiwanie, a co za tym idzie – inwestycje zwolnią. I to będzie moment, w którym muzyka ucichnie.

Czy nastąpi to za rok, za trzy czy za pięć lat – tego nie wie nikt, ale pewne jest, że prędzej czy później to się wydarzy i uderzy w kursy akcji z całą swoją mocą. Będąc inwestorami giełdowymi, musimy to albo zaakceptować, albo zmienić zawód.

Do usłyszenia,



– Warszawa, 10 września 2026

P.S. Od dzisiaj The Memo wysyłane jest w co drugi piątek o 7:00.

[PDF DO DRUKU](#) · [ARCHIWUM](#) · [BLOG](#) · [UNIwersytet](#) · [YOUTUBE](#)

Wersja online: www.tradingforaliving.pl/newsletters/memo-7