

KOMENTARZ RYNKOWY

06/2025



OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW:

Akcje

W marketingu politycznym jest takie pojęcie jak „przegranie”. Skracając całą koncepcję, w sumie chodzi o to, że jeśli się przesadzi z „grillowaniem” przeciwnika, można osiągnąć efekt przeciwny do zamierzonego i nabić punktów konkurentowi. Na rynku kapitałowym analogiczne zjawisko możemy obserwować analizując wpływ zupełnie chaotycznej polityki celnej administracji Trumpa. Rynek ma tak dość nakładania, odwoływania, ponownego nakładania, że zaczyna to po prostu...bagatelizować (bardziej obrazowe byłoby tu młodzieżowe słowo „mieć wywalone” lub inne, ale to jest już wulgarnie i nie nadaje się do cytowania). Tym bardziej, że Sąd Federalny z siedzibą w Nowym Jorku stwierdził, że na mocy konstytucji USA jedynie Kongres ma uprawnienia do regulowania handlu z innymi państwami. Zablokował wejście w życie większości ceł ogłoszonych przez prezydenta. Zdaniem sądu przekroczył on swoje uprawnienia, nakładając taryfy celne na inne kraje na podstawie ustawy o międzynarodowych nadzwyczajnych uprawnieniach gospodarczych. Mimo więc groźby w postaci kolejnych – nomen omen – celnych strzałów, rynek amerykański w maju wzrósł. W samej końcówce miesiąca rynek amerykański trzymał wyniki Nvidii, która awansowała na drugie miejsce spółek o największej kapitalizacji (za Microsoft). Firma opublikowała lepsze niż oczekiwano wyniki, mimo że ucierpiała z powodu ograniczeń w eksporcie półprzewodników z USA do Chin. Kurs spółki wrócił na szczyty z 18 lutego. Inwestorzy amerykańscy ignorują bardzo złe sygnały z gospodarki. Według zrewidowanych danych PKB Stanów Zjednoczonych skurczył się w I kwartale o 0,2% po wzroście o 2,4% w kwartale poprzednim. To pierwszy ujemny wynik od dokładnie trzech lat! Oczekiwanie amerykańskich konsumentów dotyczące ich sytuacji finansowej w ciągu najbliższego roku spadły w maju do najniższego poziomu w historii, wynika z ankiety przeprowadzonej przez University Michigan. Oczekiwania są obecnie niższe niż w 2008 r. i pod koniec lat 70., kiedy inflacja wynosiła 12-13%. Tymczasem oczekiwana zmiana dochodów gospodarstw domowych w ciągu najbliższych 12 miesięcy spadła w maju do zaledwie +0,3%, co jest najniższym poziomem od 13 lat i zbliżonym do poziomu z 2008 r. Rok temu oczekiwania te były 8 razy wyższe i wynosiły +2,5%. Perspektywy dla Polskiego rynku rysuje Goldman Sachs, który prognozuje, że wzrost PKB w Polsce sięgnie 3,3% r/r w br. i 3,5% r/r w 2026 r. Polska i Rumunia należą do najmniej narażonych na amerykańską politykę celną w przeciwieństwie do Węgier i Czech. Mamy jednak swoje lokalne ryzyka, w tym to najbardziej nieprzewidywalne – polityczne.

Obligacje

Kwiecień i maj przyniósł mini krach na rynku amerykańskich obligacji. Rosnący deficyt fiskalny kraju stał się kluczowym zmartwieniem dla inwestorów. Rentowność 30-letnich obligacji skarbowych w maju osiągnęła poziom 5,09%, co jest poziomem niewidzianym od listopada 2023 r. Rentowność 10-letnich amerykańskich obligacji skarbowych utrzymywała się cały miesiąc powyżej 4,5% dopiero w końcówce spadając na 4,39%. Co na to ulubiony przez rynki prezydent? W szczytowym momencie zamieszania powiedział, że inwestorzy na rynku obligacji stają się „yippy” („weseli”). Nawet przychylni długowi USA agencje ratingowe nie mogą pozostać obojętne na deficyt budżetowy USA oraz ogromny projekt ustawy budżetowej DT. Ustawa pomaga uniknąć podwyżki podatków do końca roku, ale także przyczynia się do rosnącego zadłużenia USA. Czy może być gorzej? Ci, którzy wierzą, że Trump to ekonomiczny wizjoner, za którym po prostu nie nadążają inni (łącznie z FED) powinni w ciemno obligacje amerykańskie kupować. Na ratunek obligacjom wyruszył sekretarz skarbu Scott Bessent, głośno mówiąc o zepchnięciu na niższe poziomy rentowności 10-letnich obligacji skarbowych. Mogłoby to pomóc odmrozić rynek nieruchomości i złagodzić warunki kredytowe. W tym celu Bessent powiedział, że trwają prace z amerykańskimi regulatorami bankowymi nad potencjalnymi zmianami wskaźnika dźwigni dodatkowej i zauważył, że wyniki mogą pojawić się już tego lata. Na polskim rynku doczekaliśmy się spóźnionej obniżki stopy procentowej. Ekonomiści Goldman Sachs prognozują, że RPP obniży stopy o 100pb do końca roku. Sądzę, że zachowująca się racjonalnie RPP powinna stopy obniżyć (wzrost cen obligacji stało-kuponowych). GUS podał właśnie (PAP Biznes 31.05 godz. 6.00) wstępny odczyt inflacji, która w ujęciu rocznym wyniosła w maju 4,1 proc. To najniższy odczyt od czerwca 2024 r. Jednocześnie mamy pierwszy miesięczny spadek cen od 2023 r. Prezes URE 29 maja zatwierdził taryfy dla PGNiG Obrót Detaliczny Sp. z o.o. Następuje obniżka cen za paliwo gazowe średnio o ok. 14,8 procent od 1 lipca. Niższe taryfy na gaz będą dodatkowo obniżać ścieżkę inflacji w kolejnych miesiącach. Prognoza spadku stóp o 100pb wynika więc z suchej oceny danych makro. Ekonomiści amerykańskiego banku przypomnieli też, że inflacja bazowa jest znacznie słabsza od oczekiwań z początku roku. Oczekują, że siła waluty i wpływ ceł z krajów trzecich prawdopodobnie będą miały wpływ na przyszłą inflację w regionie CEE-4. Połączenie siły waluty (zwłaszcza w ujęciu ważonym handlem) i zwiększonej podaży globalnych towarów przemysłowych (ze względu na amerykańskie cła) będzie miało tendencję do obniżania przyszłej inflacji. Niestety prognoza ta nie bierze pod uwagę, że My tu w Polsce musimy wszyscy być zaplątani w politykę. Musimy być „za a nawet przeciw”. Łącznie z RPP.

Surowce

Złoto kończy miesiąc w punkcie, z którego startowało. Znajduje oparcie na 3.290,00 i opór przy 3.385,00 USD za uncję. Skłaniam się ku opinii analityków VanEck, którzy uważają, że trend wzrostowy na rynku złota wciąż trwa i nie wykazuje oznak wyczerpania. Wygląda na to, że złoto obecnie buduje stabilną bazę powyżej poziomu 3000 USD za uncję. Trwająca konsolidacja to naturalny etap w ramach długoterminowego rynku byka. Przykuwa uwagę, że mimo iż cena złota wzrosła o 27% w 2024 roku i kolejne 25,5% od początku 2025 roku, udział inwestorów indywidualnych pozostaje niski. Obecnie zaledwie około 1% globalnych aktywów ulokowanych jest w tym sektorze. Jeśli inwestorzy zaczną aktywniej kierować kapitał do złota, możemy być świadkami dynamicznej fali popytu, która wesprze systematyczne zakupy banków centralnych. Planowane na drugą połowę roku obniżki stóp w USA też mogą być przyczynkiem do powrotu hossy. Cena ropy WTI przykleiła się do poziomu 60 USD za baryłkę i w tych okolicach krąży od marca. Właśnie dziś (31 maja) odbywa się wideokonferencja OPEC+. Kraje z sojuszu określają poziom produkcji ropy na lipiec. Grupa odbyła w ubiegłym tygodniu wstępne rozmowy ws. poziomów dostaw ropy i rozważa jako jedną z opcji zwiększenie dostaw ropy w lipcu o 411 tys. baryłek dziennie. W warunkach większej podaży, trudno spodziewać się wzrostu ceny.

OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW:

Waluty

Widać więcej argumentów za deprecjacją dolara. Planem na czerwiec jest przetestowanie okolic kluczowych oporów przy 1,1425-75. Kwietniowy indeks cen wydatków na konsumpcję osobistą (PCE), wskaźnik inflacji ściśle monitorowany przez Rezerwę Federalną, wskazał na dalsze osłabienie presji inflacyjnej w USA. Indeks cen PCE odnotował najniższy wzrost od lutego 2021 roku o 2,1% w ciągu miesiąca. Jest to spadek w porównaniu z marcowym odczytem wynoszącym 2,3%. W połączeniu ze słabymi danymi dotyczącymi PKB (pierwszy od 2023 roku spadek o 0,2%) otwiera to przestrzeń do obniżek stóp procentowych. Obecnie oczekuje się obniżki o 50pb do końca 2025 roku, a w świetle poruszonych wyżej danych o inflacji, nie wykluczone, że obniżki zaczną się wcześniej niż jesienią. Na przeszkodzie może stanąć tylko... wiadomo kto. Prezydentowi Donaldowi Trumpowi udało się przepchnąć ustawę podatkową przez Izbę Reprezentantów, choć tylko dzięki przewadze jednego głosu (215-214). Oznacza to, że nie było jednomyślności wśród Republikanów. Teraz pakiet trafi do Senatu, który powinien zająć się nim najpóźniej do sierpnia. Teoretycznie Republikanie mają tu konieczną większość (51 głosów) o ile Demokraci nie będą dążyć do tzw. obstrukcji parlamentarnej (filibuster), a wtedy wymagane jest 60 głosów poparcia, których nie będzie. Uwaga przesunie się teraz w stronę doniesień na temat negocjacji wokół nowych porozumień handlowych. Do lipca, o ile Trump nie zdecyduje się na przedłużenie 90 dniowego terminu zwolnienia z wyższych ceł, będziemy mieli festiwal nacisków na Unię Europejską, aby ta jednostronnie zadeklarowała zniesienie części taryf pod groźbą nałożenia nowych obostrzeń przez USA. Z innych argumentów za dalszą deprecjacją dolara pojawiają się spekulacje, że podczas szczytu G-7 w połowie czerwca, ekipa Trumpa może mocno naciskać na nieformalną zgodę na osłabienie waluty. Podczas debaty prezydenckiej można było usłyszeć następującą mądrość: „Jeśli coś chodzi jak kaczką, kwacze jak kaczką, to zapewne jest kaczką”. Dla złotego największym ryzykiem jest destabilizacja sceny politycznej. Jeśli nic takiego się nie wydarzy, dobre dane makro, spadająca inflacja w połączeniu z niechętną obniżkom RPP, będą aprecjonować 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 1740

Kom: +48 666 011 113

Mail: marcin.lau@phinance.pl