

# KOMENTARZ RYNKOWY

09/2025



# OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW:

## Akcje

Poznań to miasto biznesu. To tu siedzibę mają tak znaczące spółki dla rynku finansowego jak PHINANCE S.A. Jak to więc możliwe, że Lech Poznań dostaje niemiłosiernie baty od Crvene Zvezdy (nomen omen) czy od belgijskiego klubu, który w rozgrywkach tamtejszej ligi jest na 9 miejscu? Otóż tak samo jak możliwe jest, że polska giełda jest jedną z najsłabszych na świecie mimo dobrego otoczenia makro. Kazik Staszewski śpiewał w piosence „Plamy na Słońcu” (nie ma lepszej na upalne dni): cyt. „Gdyby nie słupek, gdyby nie poprzeczka, gdyby się nie przewrócił byłaby rzecz wielka...” Peregrynację Lecha po europejskich pucharach zakończył pech w postaci plagi kontuzji, a hosse na polskiej giełdzie postanowił zakończyć Minister Finansów i Gospodarki. Niestety doskonałe wyniki polskich banków nie umknęły uważnym oczom specjalistów od opodatkowania. Zapowiedziano więc w ramach coraz bardziej rozpaczliwego poszukiwania kasy celem zasypiania rekordowego deficytu budżetowego zmiany w opodatkowaniu sektora bankowego. Podatek dochodowy (CIT) od banków miałby zostać zwiększony w 2026 r. do 30 proc., w 2027 r. spadłby do 26 proc., a w kolejnych latach ma być na poziomie 23 proc. To będzie już po wyborach, które odbędą się w okolicach jesieni 2027 roku. Jednocześnie obniżona miałaby być stawka podatku bankowego, o 10 proc. w 2027 r. oraz o 20 proc. w 2028 r. względem obecnego stanu. Ta obniżka może już nie być w gestii obecnej koalicji... Proponowane zmiany w podatku CIT i podatku bankowym najmocniej obciążą wyniki banków w latach 2026-2027. W 2026 roku roczna różnica w kosztach fiskalnych dla sektora bankowego wyniesie 7,04 mld zł, a w 2027 roku 3,55 mld zł. Ponieważ polska bankami stoi, a na anglojęzycznych portalach można odnaleźć metafory „złote polskie banki”, poderżnięcie tej gałęzi to cofnięcie indeksu i odpływ zagranicznego kapitału. Rynek (amerykańskie banki inwestycyjne) kompletnie zignorował inne zapowiedzi rządu: PKB w 2026 roku na poziomie 3,5%, inflacja średniorocznie 3%, wzrost wynagrodzeń 6%. Nie pomaga rynkowi nawet zapowiedź wprowadzenia ulgi podatkowej dla inwestujących w postaci OKI (Osobistego Konta Inwestycyjnego). Rozwiązanie to jest melodią przyszłości – najwcześniej druga połowa 2026 roku, a zatem na jakiegokolwiek pozytywy w postaci gotówki płynącej z depozytów w kierunku akcji trzeba będzie sporo poczekać. W tej kaprawej sytuacji nie pomaga polskim akcjom nawet ogólnosiwiatowa hossa i kolejne rekordy amerykańskich indeksów. Giełda amerykańska wydaje się odporna na wszystko. Bez echa przeszło porozumienie rządu USA z Intelem. Zgodnie z nim znaczną część grantów z ustawy CHIPS przekształcono w udziały bez prawa głosu, co może dać państwu 9,9 lub 10 procent udziałów w producencie chipów. Udział rządu USA w Intelu zapowiada epokę ingerencji państwa w prywatny biznes, zwłaszcza że porozumienie nastąpiło po wezwaniu Trumpa do złożenia rezygnacji przez prezesa producenta układów scalonych. Umowa z Intelem wpisuje się w szersze przyspieszenie zaangażowania państwa w kluczowe branże za prezydentury Donalda Trumpa, motywowane kwestiami bezpieczeństwa narodowego i konkurencyjności gospodarczej, zwłaszcza w sektorze półprzewodników. Inne interwencje latem 2025 roku obejmowały uzyskanie przez Białą Dom tzw. złotej akcji w U.S. Steel, ponadto Departament Obrony przejął 15 procent udziałów w MP Materials, spółce wydobywającej metale ziem rzadkich. Administracja wynegocjowała też umowę, w której Nvidia i AMD mogą sprzedawać mikrochipy do Chin, ale oddając 15 procent przychodów ze sprzedaży państwu. Warto o tym pamiętać, aby zbyt łatwo nie zachwycać się amerykańską wolnością gospodarczą.

## Obligacje

Udało się przewidzieć, choć nie było to specjalnie profetyczne, zaostrezenie tonu wypowiedzi Trumpa w stosunku do FED. Idące dalej było odwołanie Lisy Cook z FOMC. Ruch prezydenta otwiera kolejny etap w jego wojnie z FED, potęgując obawy o niezależność banku. Co prawda pani Cook poinformowała, że niezwłocznie zaskarży decyzję do sądu i będzie domagać się orzeczenia potwierdzającego jej zdolność do pełnienia obowiązków, ale jak to się pięknie po polsku mówi – niesmak i tak pozostanie. Naciski Trumpa chyba jednak przynoszą efekt, choć nikt tego wprost nie przyzna, bo wielką niespodziankę rynkom sprawił prezes FED. Na spotkaniu bankierów w Jackson Hole uderzył on w gołębie tony. Sytuację zmienił na pewno bardzo słaby raport NFP (Non-Farm Payrolls, amerykański raport o zatrudnieniu w sektorze pozarolniczym). Mamy więc zielone światło na wrześniową obniżkę stóp w USA, a posiedzenie zaplanowano na 17.09. Ostatnio obniżka miała miejsce w grudniu 2024 r. Była ona trzecią w cyklu luzowania polityki pieniężnej, rozpoczętym we wrześniu 2024 r. Wcześniej, od lipca 2023 r., główna stopa była w przedziale 5,25-5,5 proc. Rodzima nieodgadniona RPP też stopy powinna obniżyć (decyzja 3.09). Członek Rady Polityki Pieniężnej Henryk Wnorowski w wypowiedzi dla agencji Bloomberg ocenił, że widzi wysokie prawdopodobieństwo obniżki stóp procentowych o 25 pb. na najbliższym posiedzeniu RPP i dalej raczej pauzę w zmianach stóp do końca roku. Wnorowski nie wykluczył kolejnej obniżki w 2025 r., jeżeli ryzyka dla stabilności cen nieoczekiwanie obniżą się. O ile jednak zbliżająca się obniżka w USA powoduje wzrost cen amerykańskich obligacji o tyle... w Polsce mamy dotkliwie spadki cen, związane z odpływem aktywów z Polski. Inwestorzy nie dzielą rządowego optymizmu dotyczącego budżetu z wieloma „rekordowy”. Łatwo zauważyć, że budżet jest skrojony tak, jakby wybory prezydenckie wygrał zmieciony ze sceny politycznej kandydat PO.

# OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW:

## Surowce

Ci, którzy wieszczili koniec aut spalinowych i szybką zieloną transformację, koniecznie powinni przeczytać „Statistical Review of World Energy”. Globalny popyt na energię osiągnął w 2024 roku historyczne maksimum, rosnąc o ponad 2 proc. względem 2023 roku. Paliwa kopalne stanowią – uwaga! – 87% światowego miks energetycznego. Globalna transformacja przebiega nierównomiernie i podlega silnym napięciom geopolitycznym oraz gospodarczym. Światowy rynek ropy otrzymuje więc mieszane sygnały. Międzynarodowa Agencja Energetyczna ostrzega przed coraz większą nadpodażą i prognozuje jedynie umiarkowany wzrost popytu w latach 2025 i 2026. Globalny rynek ropy zmierza ku rekordowej nadwyżce w 2026 roku, a zapasy mogą rosnąć o prawie 3 miliony baryłek dziennie, przewyższając nawet nadpodaż z 2020 roku podczas pandemii. Tę prognozę napędza głównie spowolnienie wzrostu popytu oraz gwałtowny wzrost podaży. W efekcie zarościło się od prognoz spadku ceny: Amerykańska Agencja Informacji Energetycznej przewiduje wyraźny spadek ropy Brent w nadchodzących miesiącach do średnio 58 dolarów w czwartym kwartale 2025 roku. Goldman Sachs oczekuje, że cena kontraktów terminowych na ropę Brent spadnie do niskich 50 dolarów za baryłkę do końca 2026 roku. Za wzrost globalnej podaży ropy w dużej mierze odpowiadają producenci spoza OPEC+, zwłaszcza z obu Ameryk. Dostawy spoza OPEC+ mają wzrosnąć o 1,3 miliona baryłek dziennie w 2025 roku i o kolejne 1 milion baryłek dziennie w 2026 roku. Na cenę ropy wpływ mają też decyzje amerykańskiego prezydenta. Zwłaszcza obawy o skutki gospodarcze wprowadzanych ceł. Złoto zgodnie z wcześniejszymi prognozami rośnie i gotowe jest do kolejnego ataku na 3500 USD za uncję. Przebicie tego poziomu, będzie skutkowało falą euforii, bo rynek zinterpretuje fakt ten jako wybiecie się z formacji flagi (wykres roczny).

## Waluty

Prezydent Donald Trump walczy o słabego dolara. Najpierw zagroził nałożeniem 200 procentowych stawek celnych na chińskie produkty, o ile Państwo Środka nie przywróci pełnych dostaw magnezu do Stanów. Chiny traktują eksport metali ziem rzadkich (kontrolują 90% światowej produkcji magnezu) jako punkt nacisku na USA w negocjacjach handlowych, ponieważ te surowce są niezbędne dla elektroniki i zaawansowanych technologii. Dodatkowym polem pertraktacji stały się samoloty, ponieważ Boeing prowadzi rozmowy o sprzedaży aż 500 maszyn do Chin. Można założyć, że do osiągnięcia porozumienia handlowego między tymi dwoma krajami jeszcze daleka droga. Biały Dom uderza też w innego azjatyckiego gracza i nakłada 50 proc. cła na niektóre produkty z Indii. Klimat do negocjacji z azjatyckimi mocarstwami staje się coraz bardziej napięty, co powoli może się przekładać na zwiększoną awersję do ryzyka na rynkach. To działa raczej aprecjacyjnie na dolara. Francuski premier, wchodząc na mównicę z wnioskiem o votum zaufania, malowniczo się... potknął. Odebrano to jako znak niebios co do wyniku przyszłego głosowania (8 września). Jest to ledwo 8 miesięcy od utworzenia rządu, który powstał przy ogromnym zamieszaniu. Problemem jest ograniczenie deficytu budżetowego w ramach nowego budżetu na rok 2026. Krótkoterminowo więc, może być trudno o dalszą aprecjację euro. Z drugiej strony planowana obniżka stóp w USA nie daje zbyt dużych nadziei na większe niż korekcyjne (2-3 centy) umocnienie dolara. Nad złotówką zbierają się ciemne chmury. Widoczny odpływ aktywów zagranicznych (akcje i obligacje), planowana obniżka stóp procentowych, w końcu, cytując za Premierem, „wyśrubowany na maksa” projekt budżetu. 29 sierpnia 2025 r. kurs Bitcoina wynosił około 111 000 USD, po wcześniejszym spadku poniżej tej wartości. Było to następstwem ponad 10-procentowej korekty względem sierpniowego rekordu powyżej 124 000 USD. Do wahań przyczyniła się transakcja wieloryba obejmująca 24 000 BTC o wartości ok. 2,7 mld USD oraz wygasanie opcji na Bitcoina o wartości 13,8 mld USD 29 sierpnia. Na początku sierpnia administracja USA opublikowała kompleksowy raport z propozycjami dalszej integracji kryptowalut z amerykańskim systemem finansowym i podatkowym. Ponadto w sierpniu prezydent podpisał zarządzenia wykonawcze łagodzące ograniczenia inwestycji w kryptowaluty. Eric Trump zadeklarował nawet miłość do społeczności kryptowalutowej, a jak wiemy, „przed miłością nie uciekniesz” (cyt. serial „Dom” reż. Jan Łomnicki).



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](mailto: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](mailto:marcin.lau@phinance.pl)