



KOMENTARZ RYNKOWY

01/2025



OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW:

Akcje

Coś słabo rok temu musieliśmy śpiewać finałową na prawie każdej polskiej Pasterce kolędę z błagalną strofką „[...] Błogosław Ojczyznę miłą! W dobrych radach w dobrym bycie wspieraj jej siłę Swą siłą...” Przynajmniej w odniesieniu do polskiego rynku kapitałowego nie zadziało...Był on słaby jak wigilijny barszczyk (nie chodzi oczywiście o walory smakowe a o jego zawartość kaloryczną), a Ci którzy piszą w rocznych podsumowaniach o „dobrym roku”, jedli być może karpia smażonego na oleju zawierającym inne niż zwyczajowo substancje. Daje do myślenia finałowa sesja ostatniego pełnego tygodnia na rynku warszawskim. Rozbierzmy ją na czynniki pierwsze i spuentujmy! Przebiegała ona w cieniu rozliczenia grudniowej serii kontraktów terminowych na WIG20. Efektem sesji podporządkowanej rozliczeniu pochodnej był klasyczny podział aktywności rynku na kilka godzin sennych i skokowe podniesienie obrotu w finałowej godzinie sesji. Około 70 procent z 2 mld złotych zebranych w WIG20 zostało zagrane w ostatnich 60 minutach sesji i na końcowym fixingu, a więc w czasie decydującym o cenie rozliczenia kontraktów terminowych na WIG20. W trakcie dnia polski rynek zdołał powiełać ruchy rynków bazowych i nawet odpowiedzieć na lepsze od oczekiwań odczyty inflacji w USA, które osłabiły dolara i ożywiły popyt na rynkach bazowych operujących w cieniu posiedzenia FOMC. Ostatnia godzina jednak to zepchnięcie indeksu WIG20 o 1,13 procent, które przełożyło się na spadek w perspektywie tygodniowej o 3,20 procent a rocznej to już ponad 6 procent spadku. Konkludując: jak na dłoni widać było kto obstawiał spadki na polskiej giełdzie. ZAGRANICA stoi za słabością notowań polskich akcji. Amerykanie postanowili zarobić w Polsce na spadkach i zrealizowali swój plan. Można mieć nadzieję, że część tych decyzji była podszyta geopolityką, a za tezę tą przemawiają sesje po wyborach prezydenckich w USA. Musimy mieć świadomość tego, że dla wielu inwestorów zagranicznych Polska, nie jest kluczowym rynkiem do inwestycji i jest to eufemizm. Rynki zagraniczne nie dość, że na początku roku 2024 były wysoko, to jeszcze wzrosły, bijąc w wielu wypadkach historyczne rekordy. Efekt jest taki, że dyskonto polskich indeksów wynosi kilkadziesiąt procent, w zależności od tego na co patrzymy - czy na historyczne średnie, czy porównujemy się do innych rynków wschodzących. Szukając szans na 2025 rok, założmy, że kilkudziesięcioprocentowe dyskonto polskiej giełdy to efekt geopolityki. Jeśli tak, to zakończenie konfliktu na Ukrainie miałyby pozytywny wpływ na nastroje na rynku w Polsce. Gdyby doszło do zawarcia jakiegokolwiek rozejmu/końca wojny w 2025 roku, nawet na warunkach takich, które trzy lata temu wydawały się dla NATO nieakceptowalne (Rosja zostaje na tych terenach, które zagarnęła), rynek polski jest w stanie dyskonto to zniwelować, a wtedy wzrost WIG do 110-120 tys. jest realny. Tyle szukając szans egzogenicznie. Endogenicznie wygranym roku nadchodzącego mogą być znów banki. Uwzględniając wkład prezesa NBP dla konsystencji polskiej sceny kabaretowej, założmy, że Rada Polityki Pieniężnej nie obniży stóp procentowych przynajmniej w pierwszej części 2025 roku. To tworzy doskonałe środowisko dla sektora bankowego, tym bardziej, że skala odpisów na kredyty frankowe w 2025 roku prawdopodobnie będzie mniejsza. Inny typ: spółki konsumenckie będą w stanie poprawiać wyniki. Kolejnym argumentem jest kondycja polskiej gospodarki. Wierzę w jej wzrost nawet wbrew zapaści koniunktury u naszych partnerów handlowych. Wprawdzie dynamika PKB w dobiegającym końcu roku nie przekroczy zapewne 3 proc., ale w 2025 r. tempo wzrostu powinno przyspieszyć do blisko 4 proc. r/r. Poprawi się również jego struktura. Do odbicia konsumpcji, na której barkach spoczywało tegoroczne odbicie, powinny dołączyć także inwestycje. Sumarycznie EPS dla spółek z WIG powinien się poprawić o 5-10 proc. Patrząc na sytuację gospodarczą, fundamentalną makro, czy spółek, wydaje się, że Polska wygląda atrakcyjnie. Jest tanio i naprawdę niewiele potrzeba kapitału, żeby naszą giełdę dźwignąć. Czego bardzo serdecznie życzę w nowym, mam nadzieję dużo lepszym dla polskiego rynku akcji, roku!

Obligacje

2024 rok to prawdziwy rollercoaster dla tej klasy aktywów. Wchodziliśmy w niego z powszechnym przekonaniem o głębokich cięciach stóp w USA, które rozpocząć miały się w marcu. Seria danych o inflacji, która nie spadała w oczekiwanym tempie i danych głównie z rynku pracy, podbijających oczekiwania inflacyjne, przesunęła wejście w cykl aż na wrzesień. Rok kończymy 100pb niżej, ale z grudniowym jastrzębim zaśpiewem FEDu. Warto zwrócić uwagę na fakt, że mimo iż w ostatnich 3 miesiącach obniżono w USA stopy procentowe o wspomniane 100pb, to mniej więcej o tyle samo w tym samym czasie... wzrosły rentowności dziesięcioletnich obligacji rządu USA. Oj, bolesna okazała się zatem wiara w szybkie i jeszcze mocniejsze luzowanie polityki pieniężnej. Aktualnie szanse na kolejną obniżkę stóp procentowych w USA na posiedzeniu FOMC w styczniu są oceniane na 10%. A zatem po ostatnim posiedzeniu i bardziej "jastrzębiej" retoryce inwestorzy są zgodni co do braku zmian stóp procentowych w najbliższych czasie. Zakładając jednak, że poziom docelowy na rok 2025 jest te 50pb niżej (3,75-4,00) to szanse na spadki rentowności w 2025 roku wciąż istnieją. Pytaniem otwartym a zarazem najważniejszą niewiadomą pozostaje, ile do inflacyjnego pieca dołoży polityka Trumpra. Gdy rok temu wskazywałem na obligacje korporacyjne jako typ na rok 2024 (średnia stopa zwrotu z funduszy polskich papierów dłużnych korporacyjnych za 2024 rok to 7%), odbierałem pomruki niezadowolonych. W oczach wielu zarządzających funduszami (w tym tych z największymi aktywami) obligacje skarbowe miały być lepsze, a paliwem miały być obniżki stóp. Które owszem wystąpiły, tyle że... nie w Polsce. Nastawienie RPP kontrastuje zdecydowanie z poczynaniami innych banków centralnych naszego regionu, które zdecydowanie poluzowały politykę w minionych kwartałach. Czeskie władze monetarne ścięły główną stopę z 7 do 4 proc., a węgierskie koszt pieniądza zmniejszyły o połowę, pikużąc z poziomu 13 proc. W grudniu prezes NBP, profesor Adam Glapiński, ze słodką jak piernik świętokrzyski miną, przekreślił wcześniejsze sugestie, że obniżki kosztu pieniądza mogą zostać wznowione w marcu lub kwietniu. W myśl ostatnich wypowiedzi cięcie stopy referencyjnej z poziomu 5,75 proc. nie nastąpi wcześniej niż w październiku. Do tego dochodzi tragiczna polityka fiskalna rządu, z dziurawym budżetem na czele. A wystąpienia Ministra finansów, który już dawno zapomniał o swojej rzekomej determinacji w sprowadzeniu rentowności długu do poziomu 4% (obecnie to 5,9%!), zaczynają dorównywać wydawałoby się niedoścignionemu pierwszemu wśród finansistów stand-uperowi. Jedyna szansa dla obligacji skarbowych, po sumarycznie fatalnym roku 2024 (średnia stopa zwrotu funduszy w kategorii skarbowe długoterminowe to zaledwie 2,91%!), to ewentualny wyborczy gift, w postaci malowanych atramentem sympatycznym haseł, o dobrym bycie wszystkich rodaków kredytobiorców...

OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW:

Surowce

Złoty rok dobiegł końca. Wchodziliśmy w rok 2024 z ceną niewiele przekraczającą 2000USD za uncję, kończymy 30% wyżej. Rok 2025 może już tak dobry nie być. Rudymentarna przesłanka do wzrostów (popyt banków centralnych) się nie zmieniła, ale coraz większym cieniem w trakcie roku może kłaść się mocny dolar, mniejsze niż zakładano tempo obniżek stóp w USA i co najważniejsze - skierowanie popytu banków centralnych, w szczególności tego największego, w stronę kryptowalut. Do 3000 USD za uncję nie brakuje jednak wiele, bo trochę ponad 10% i wydaje się to do zrobienia w tym roku. Prawdziwa hossa w 2024 roku odbyła się jednak wcale nie na złocie a na wybranych surowcach spożywczych. W styczniu ubiegłego roku, zachęcałem do konsumpcji czekolady. W skali roku ceny kakao na rynkach światowych uległy...potrojeniu. Sezon zbiorów 2023/2024 przyniósł największy deficyt w historii z racji mocnego spadku produkcji w krajach Afryki Zachodniej. W przypadku Ghany produkcja spadła blisko 50%, natomiast w przypadku Wybrzeża Kości Słoniowej spadek produkcji sięgał 30%. Dalsze problemy produkcyjne mogą oznaczać, że w perspektywie 2-3 lat kakao stanie się towarem deficytowym. Aż strach pomyśleć ile będzie kosztować tabliczka czekolady, jak ceny z rynku surowca zostaną przełożone na konsumenta. Do cen kakao dołączyły ziarna kawy, które osiągnęły rekordowy poziom cenowy w Nowym Jorku, w związku z rosnącymi obawami o globalny kryzys podaży. Ceny kawy osiągnęły historyczne szczyty, przekraczając 3,00 USD za funt kawy arabica na giełdzie. Jeszcze na początku 2024 roku, cena kawy wynosiła około 1,20 USD za funt, co oznacza dramatyczny wzrost o ponad 150%. Tegoroczny poziom cenowy to wyrównanie rekordów z lat 90. Podobnie jak w przypadku cen kakao przyczyną są susze, pożary oraz nieprzewidywalne warunki pogodowe w Brazylii, największym producencie kawy na świecie. Lavazza już zapowiedziała, że konieczne będą podwyżki cen, aby zrekompensować rosnące koszty. Z kolei Nestlé przyznało podczas grudniowego spotkania dla inwestorów, że branża kawowa stoi przed „trudnymi czasami”. Oznacza to, że konsumenci mogą spodziewać się nie tylko wyższych cen, ale także... mniejszych opakowań. W aromacie unoszącym się znad małej czarnej, życzę mimo to, dobrego Nowego Roku!

Waluty

Udała się zeszłoroczna prognoza, na właśnie zakończony rok, dla złotówki. Rozpoczęty w IV kw. 2023 r. okres siły złotego był kontynuowany w minionym roku. Choć nie brakowało złotówce nagłych zejść ze ścieżki aprecjacji, to na mecie Euro jest niemalże najtańsze od czterech lat. EUR/PLN znów dobija do poziomu 4,25. W minionych kwartałach osiągnęte były także trzyletnie dołki kursu dolara. USD/PLN spadł we wrześniu do 3,80. Frank był przez moment najtańszy od napaści Rosji na Ukrainę, CHF/PLN naruszył przejściowo 4,30. Rozstrzygnięcie wyborów parlamentarnych z października 2023 r. pozwoliło zakończyć konflikt z Unią Europejską i odblokować środki z Krajowego Planu Odbudowy. Perspektywa napływu funduszy oddziałuje w kierunku szybszego wzrostu gospodarczego oraz poprawy sytuacji w bilansie płatniczym, a to asumpt do aprecjacji złotówki. Fundamentem dla PLN o kluczowym znaczeniu była jednak zmiana nastawienia przez Radę Polityki Pieniężnej. Ostra, nieoczekiwana obniżka stóp proc. o 75 pb we wrześniu 2023 wpędziła polską walutę w tarapaty. Kolejny zaskakujący zwrot, tj. wstrzymanie obniżek już dwa miesiące później – po łącznym dostosowaniu o pełny punkt procentowy – do dziś stanowi o atrakcyjności złotego. Po kilku latach stopa referencyjna ponownie zaczęła przewyższać tempo wzrostu cen. Złoty skusował zatem dające mu od wyborów parlamentarnych argumenty za aprecjacją i im dalej w rok 2025 tym szybciej igliwie sypać się będzie...W okolicach 4,25, polska waluta balansuje na granicy przewartościowania. Fundamenty złotego nadal będą mocne, ale część ważnych parametrów, np. atrakcyjność odsetkowa czy sytuacja w bilansie płatniczym, nie będzie aż tak korzystna jak w czasie, gdy złoty najszybciej zyskiwał. Przy zapaści w europejskim przemyśle, dalsze umocnienie jeszcze mocniej podkopywałoby pozycję eksporterów i budziło opór Ministra Finansów. Czwarty kwartał jest okresem gwałtownego odrodzenia amerykańskiego dolara. Jego kondycja w 2025 roku pozostaje zagadką, do czasu odkrycia kart przez Trumpa i odpowiedzi FEDu. Skłaniam się ku prognozie wedle której w 2025 roku zobaczymy kurs Edka (EUR/USD) na poziomie 1.



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