



KOMENTARZ RYNKOWY

03/2025



OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW:

Akcje

Luty sypanął śniegiem, no i zrobiło się mroźno... Na rynkach też zrobiło się chłodniej i powiało korektami. W ubiegłym miesiącu mieliśmy wysyp targających rynekami informacją w takiej ilości, że ciężko wybrać do analizy te najbardziej istotne dla tej klasy aktywów. Zaczynając od najważniejszego wydarzenia w skali „mikro” (o ile spółkę Nvidia można zaliczyć do tej kategorii zgodnie ze strategią „top down”). Opublikowane w samej końcówce miesiąca wyniki finansowe znów okazały się rekordowe, a analitykom brakuje już przymiotników do określeń ich nadzwyczajności. Spółka zaraportowała zysk na akcję na poziomie 0,89\$ w 1 kw., o 0,05\$ wyżej niż oczekiwania analityków, które wynosiły 0,84\$. Przychody kwartalne wyniosły 39,3B\$ wobec konsensusu na poziomie 38,02B\$. Zapowiedziała też rekordowe 43,00B\$ w 1 kw. 2026 wobec konsensusu analityków 42,26B\$. Jak bardzo ochłodziła się atmosfera na amerykańskim rynku, niech świadczy fakt, że nie wywołały wyniki te jakiś logarytmicznych wzrostów a notowania NVIDIA od początku roku pozostają pod kreską (-2,24%). Ponieważ jednak chińska konkurencja jak widać nie ma wpływu (póki co) na wyniki spółki, nie ma podstaw, by nie wierzyć w dalszy wzrost notowań big techa nr 1 na świecie. Właśnie akcje chińskie (oprócz polskich) były hitem pierwszych dwóch miesięcy (wzrost Hang Seng od początku roku to 18,24%). Akcje Alibaby (BABA) wzrosły o ponad 46% od styczniowych minimów, wyprzedzając krajowych rywali, szersze chińskie indeksy, a nawet amerykańskich gigantów technologicznych. Podczas gdy Wall Street skupia się na „Wspaniałej Siódemce” i poszukuje firm zdolnych do monetyzacji sztucznej inteligencji, Alibaba po cichu dokonała niezwykłego powrotu. Chiński gigant e-commerce jest napędzany przełomowymi osiągnięciami w dziedzinie sztucznej inteligencji, strategicznym partnerstwem z Apple oraz wciąż niedocenianymi akcjami. Nareszcie wyraźnie lepiej od wiodącego światowego parkietu zachowuje się polski rynek akcji. WIG20 wzrósł od początku roku prawie 20%!!! No i życzenia/prognozy wygłaszane w poprzednich komentarzach stały się faktem. W czwartym kwartale polska gospodarka rozwijała się w tempie 3,2% r/r wobec 2,7% r/r wcześniej. Na tle innych krajów członkowskich to prawdziwy run. Warto też spojrzeć na zaskakująco dobre dane o sprzedaży detalicznej. Wystrzeliła ona w górę w styczniu wzrostem o 4,8% przy konsensusie rynkowym 1,5% r/r. O skali pozytywnej niespodzianki świadczy fakt, że wynik był wyraźnie wyższy od najwyższej prognozy rynkowej. Sprzedaż dóbr trwałych przyspieszyła do 18,2% r/r z 9,2% r/r, a nietrwałych do 1,6% r/r z 0,2% r/r. Do przyspieszenia rocznej dynamiki najmocniej przyłożyły się: żywność, odzież, sprzęty gospodarstwa domowego i farmaceutyki (to akurat nic dziwnego, wszyscy dookoła chorują przecież...). Sezon wyników jeszcze przed nami, ale już dziś założyć można w wielu przypadkach rekordowe dywidendy. Tak jak w przypadku ORLEnu, który co prawda ma gorsze wyniki (zysk netto Grupy Orlen w 2024 r. wyniósł 7,95 mld zł, rok wcześniej było to 20,97 mld zł) a mimo to zarząd spółki rekomenduje wypłatę dywidendy w wysokości 6 zł na akcję (rekord). Spodziewam się też hojności ze strony „złotych polskich banków”, a zyski wypracowane (np. PEKAO SA miał 6 376 mln zł skonsolidowanego zysku netto przypisanego akcjonariuszom jednostki dominującej wobec 6 659 mln zł zysku rok wcześniej) i potrzeby Skarbu Państwa będą ważkim argumentem za szczodrymi wypłatami. Pozytywną atmosferę wokół polskich akcji, dopełnia pewność zagranicznych inwestorów, że agresja Rosji na Ukrainę dobiega końca. Właściwie zaczął się wyścig, kto i ile zarobi na odbudowie zniszczonej przez barbarzyńców ze wschodu Ukrainie. Według szacunków Banku Światowego koszt odbudowy Ukrainy ma wynieść 506 mld euro. Wcześniejsze szacunki, z lutego 2023 r. i marca 2024 r., sugerowały, że koszt odbudowy miał wynieść odpowiednio 392 mld zł i 464 mld zł. Jak bardzo kapitał amerykański wierzy w koniec wojny, w ogólności obrazuje zacytowany wyżej wzrost WIG20 a w szczególności WIG_UKRAINE, który urósł od początku roku ponad 80%, a w samym lutym o 68%! O największym zagrożeniu dla rynku akcji, nie będę pisał. Boję się, że mam zbyt krytyczny i osobisty stosunek do amerykańskich działań. Prezydent tego potężnego państwa chwali się swoją nieprzewidywalnością (czy nie jest to jedna z cech osobowości nieprzewidywalnej?). Wobec tego nie można wykluczyć, że w marcu obudzimy się w nowej rynkowej rzeczywistości, w której Donald Trump wypowie wojnę handlową niemal każdemu państwu na świecie.

Obligacje

Poprzedni komentarz dla tej klasy aktywów, zapowiadający sytuację na rynku obligacji w lutym, kończyłem apelem do miłośników analizy technicznej, aby spojrzeli na piękną głowę z ramionami, którą na jednorocznym oraz trzymiesięcznym wykresie, wyrysowała dziesięcioletnia amerykańska obligacja benchmarkowa. Z jej analizy wynikało, że czeka nas wzrost cen a rentowność rzeczony obligacji może spaść z poziomu 4,55% nawet do 4,25%. 26.02 rentowność tej obligacji osiągnęła właśnie ten poziom. Trudno znaleźć zwolenników postępowania się teorią świeczek japońskich dla tej klasy aktywów, a tu taka niespodzianka. W końcówce miesiąca narastają oczekiwania na obniżki stóp jakich jeszcze w tym roku miałyby dokonać Fed – w miejsce wątpliwości czy będzie jedna czy dwie pojawiła się wycena pełnych dwóch i nadzieja na trzecią. Co ciekawe, działalność administracji Trumpra, z jednej strony proinflacyjna (cła) z drugiej strony jest zagrożeniem dla amerykańskiej gospodarki (odwet celny). Obawy te przekładają się na ucieczkę z najbardziej ryzykownych aktywów w stronę obligacji skarbowych. Krajowy rynek obligacji skarbowych tkwi w marazmie, mimo wyraźnie lepszych dla obligacji nastrojów globalnych. Poruszająca się w wąskim przedziale notowań rentowność czyni prognozy trudnymi. Nie zmieniam zdania, co do tego, że pierwsza decyzją RPP inną niż „pozostawiamy bez zmian” będzie obniżka stóp procentowych. Nawet jeśli niezłomna Rada wytrzyma do 2026 roku. Znamienne jest to, że mimo rekordowych notowań PLN, nie widać napływu zachodnich pieniędzy w polskie skarbowki. Obawiam się, że ten stan rzeczy (stagnacja rentowności) utrzyma się do lipcowej projekcji o inflacji. W tej sytuacji rozsądne wydaje się utrzymywanie pozycji w obligacjach korporacyjnych i obligacjach zagranicznych, gdzie przecież stopy w tym czy w innym tempie, ale obniżane będą.

OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW:

Surowce

Miesiąc pełen zawirowań na globalnych rynkach energii sprawił, że ceny ropy naftowej WTI i Brent niemal wróciły do poziomów z początku roku. Prawie 10-dolarowy wzrost w pierwszej połowie stycznia był wspierany przez ostatnie serie amerykańskich sankcji na rosyjski przemysł naftowy, które poszły znacznie dalej, niż się spodziewano. Jednak po mocnym początku roku, nastroje wśród traderów ropy naftowej w lutym stały się bardziej ostrożne, z uwagą skupioną teraz na Waszyngtonie i rosnącej niepewności wywołanej falą coraz bardziej abstrakcyjnych decyzji Trumpa. Wśród nich znajduje się perspektywa cel, które mogą przerodzić się w globalną wojnę handlową, co może prowadzić do niższego wzrostu gospodarczego, a w konsekwencji do spadku popytu na energię. Wojna handlowa między USA a Chinami to gwarantowane obawy o popyt. Gospodarka chińska staje się coraz bardziej zależna od eksportu w obliczu słabych krajowych nastrojów konsumenckich. Nałożenie 10% ceł na chińskie towary zostało skontrowane przez Chiny nałożeniem ceł na amerykańskie towary, w tym ropę naftową i skroplony gaz ziemny. OPEC i jego sojusznicy pozostają na kursie stopniowego przywracania produkcji w miesięcznych etapach od kwietnia. Innymi słowy, grupa nie spieszy się, aby spełnić wezwanie Trumpa do zwiększenia produkcji i obniżenia cen. W krótkim miesięcznym terminie istnieje ryzyko jeszcze niższych cen. Napędzane przede wszystkim sprzedażą przez spekulantów, którzy do 28 stycznia byli kupującymi netto 308 000 kontraktów, czyli 308 milionów baryłek. 24.02.2025 roku złoto osiągnęło rekord wszech czasów (2956 USD za uncję) i...wróciło do korekty. Jej rozwinięcie może sprowadzić cenę do poziomu 2820. Mimo korekty perspektywa osiągnięcia w tym roku 3000 USD za uncję pozostaje na wyciągnięcie ręki.

Waluty

Kilka minut po tym, jak prezydent Trump ogłosił 25% cła na UE, S&P 500 wymazał 500 MILIARDÓW dolarów kapitalizacji rynkowej a Bitcoin spadł poniżej 80 000 USD po raz pierwszy od 11 listopada 2024. W końcówce miesiąca byliśmy świadkami dużej przeceny na rynku kryptowalut. Sam Bitcoin spadł w tym czasie o ponad 20%. Jeszcze więcej tracą mniejsze projekty. Co jest powodem tej przeceny? Z jednej strony jak mantra powtarzana jest historia o spadku aktywności ekonomicznej na świecie wywołanym sankcjami, które na lewo i prawo zapowiada Donald Trump. Drugim problemem jest największy w historii (pod względem wartości w momencie ataku) znany skuteczny atak na portfele giełdy kryptowalutowej. Na razie sytuacja została uspokojona, ale wielu analityków zadaje słuszne pytania o długofalową kondycję zaatakowanej giełdy. Amerykanie robią obecnie bardzo dużo zamieszania w geopolityce. Już samo to istotnie oddziałuje na rynki walutowe. W tle jednak mamy dane makroekonomiczne, które oczywiście nie pozostają bez wpływu. Pierwszym z brzegu przykładem jest indeks zaufania konsumentów - Conference Board. Wynik 98,3 pkt pokazuje, że optymizm konsumentów spada. Jest on nie tylko słabszy od oczekiwań wynoszących 102,5 pkt, ale także najgorszy od kwietnia 2024 roku. Niższy poziom wskaźnika, krótkoterminowo wystraszył rynki. W rezultacie byliśmy świadkami osłabiania się amerykańskiej waluty. Po raz kolejny na głównej parze walutowej widzieliśmy przejście powyżej poziomu dolara i pięciu centów za jedno euro. Był to też jeden z najsłabszych poziomów dolara od początku prezydentury Donalda Trumpa. Złoty prze do przodu. W końcówce miesiąca za euro trzeba zapłacić tylko 4,1650 zł, a za dolara 4,01 zł. W temacie krajowych czynników dane o sprzedaży detalicznej (opisane przy akcjach) świadczą o silnym konsumencie (inflacja), a plotki jakoby rząd planował dalsze przedłużenie tzw. zamrożenia cen energii, mogą skutkować tym, że niechętna obniżkom stóp RPP, będzie jeszcze mniej chętna, a to przyczynek do siły złotych. Którą w końcu spotka korekta, wraz z pogorszeniem światowego podejścia do ryzyka. Idzie wiosna. Wojciech Młynarski śpiewał kiedyś: „Dziewczyny bądźcie dla nas dobre na wiosnę...”. Chciałoby się apel powtórzyć, parafrazując akapit tej piosenki, do członków RPP. Szerokie grono eksporterów mogło by zaśpiewać wtedy chóralnie.



Marcin Lau

Główny Analityk Phinance S.A.

Powyzszy 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