

KOMENTARZ RYNKOWY

04/2025



OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW:

Akcje

Ocenę dla wszystkich czterech omawianych klas aktywów (akcje, obligacje, surowce, waluty/krypto) można by zacząć tak samo, odmieńając przez wszystkie przypadki w dowolnej koniugacji słowo: CłA. Niewygodnym jest termin w którym powstaje komentarz (31.03), bo za dwa dni wszystko będzie jaśniejsze. Czy obudzimy się 2.04 w rzeczywistości rozbuchanej wojny handlowej? W jakim humorze i którą nogą wstanie tego dnia prezydent USA? Czy będzie „twitował” deklarację sympatii i przyjaźni w kierunku satrapy z Rosji czy wprost przeciwnie – strzeli focha? Niepewność, którą wprowadził na rynki Trump, spowodowała amerykańskie indeksy giełdowe na nie widziane dawno niskie poziomy. Na razie wygranym hektycznej polityki Trumpa, przynajmniej krótkookresowo została Europa. Po ogłoszeniu niemieckich planów fiskalnych (wydatki na zbrojenia) notowania na europejskich parkietach poprawiły rekordy. Wydatki publiczne w Niemczech mogą wzrosnąć do 2 proc. PKB co ucieszyło rynki akcji i zmartwiło rynki obligacji. Wyłączenie wydatków na obronność spod tzw. hamulca długu oraz stworzenie dodatkowego funduszu dłużnego na wydatki infrastrukturalne stało się przyczynkiem kontynuowania hossy. Fundusz infrastrukturalny ma wydać łącznie 500 mld euro w najbliższych 10 latach, z czego 100 mld euro przeznaczyć na transformację energetyczną. Łącznie coroczny impuls fiskalny może sięgać od ok. 2,0 proc. PKB w 2026 r. do 1,5 proc. w 2035 r. Teoretycznie popyt w niemieckim przemyśle w naturalny sposób oznacza także więcej zamówień w polskich czy francuskich fabrykach. Stąd też pozytywna reakcja giełd w całym regionie – tuż po ogłoszeniu tych ekonomicznych różowych flamingów niemiecki DAX wzrósł o 4,2 proc. a polski WIG o 3,1 i do 100tys pkt bardzo mało zabrakło (nowy ATH 99487 pkt). Pytaniem zasadniczym dla odgadnięcia koniunktury w kwietniu (oprócz pytania o labilność Trumpa), jest zagadka czy w Europie (w Polsce) może dalej rosnać, kiedy w USA spadki przyspieszą (jeśli przyspieszą). Wątpię. Sądzę, że zostanie przywrócona korelacja między Ameryką a Starym Kontynentem. W przypadku wydatków na infrastrukturę szacuje się, że chociaż mogą mieć one wpływ na długookresowy wzrost gospodarczy (od 130 do 250 euro zwrotu ze 100 euro inwestycji), to ich krótkookresowy wpływ na koniunkturę jest znikomy ze względu na długość procesu inwestycyjnego (budowa fabryki przysłowiowych czotógów trochę trwa). Do takich wniosków doszedł niemiecki instytut DIW (German Institute for Economic Research). Szacuje on, że fundusz infrastrukturalny na kwotę 500 mld euro może podnieść niemiecki wzrost gospodarczy o ok. 2 proc. w najbliższych 10 latach, natomiast inflację o 0,5 proc. W przypadku wydatków wojskowych pozytywnych efektów w długookresowym wzroście, należy szukać nie w zakupach sprzętu, a raczej w pracach badawczo-rozwojowych nad nowymi technologiami, które będą mieć zastosowanie także w gospodarce cywilnej. Nie upatrujemy tu więc, zbyt wielu szans dla polskich spółek. Znacznie ważniejsza jest szybka absorpcja pieniędzy z KPO oraz stosunkowa odporność polskiej gospodarki na amerykańskie cła. Przez pierwsze 3 miesiące tego roku Polska podpisała umowy na 47 mld zł inwestycji, a zatem kontrakcja została podwojona w stosunku do ostatniego kwartału 2024 roku. Mamy też sezon publikacji wyników, które okazują się szeroko lepsze od przewidywań analityków. W niektórych wypadkach zyski okazują się za dobre, bo profity banków już uruchomiły rządowe latarki...

Obligacje

5.03.2025 roku przejdzie do historii finansów, rynku obligacji w szczególności, ze względu na skokowy wzrost rentowności obligacji niemieckich. Te, pociągnęły za sobą obligacje innych krajów strefy EURO. Bardziej ekspansywna polityka fiskalna oznacza wyższą inflację w strefie euro. Biorąc pod uwagę, że najważniejsze narzędzie polityki monetarnej – obniżki stóp w strefie EURO – wyczerpuje się, trudno być optymistą jeśli chodzi o tę klasę aktywów. Chyba, że plan fiskalny, najpierw będzie modyfikowany, później poddany konsultacjom...a na końcu nie wiele z niego wyjdzie. Rezerwa Federalna postanowiła utrzymać stopy procentowe na dotychczasowym poziomie a w kwietniu posiedzenia nie ma. Decyzja była w pełni oczekiwana przez rynek, więc sama w sobie nie mogła wpłynąć na notowania aktywów. Co innego w przypadku zmian w komunikacie, nowych projekcji makroekonomicznych czy samej wypowiedzi szefa Fed. Wydaje się, że amerykański bank centralny wciąż jest skory do obniżek stóp, niemniej turbulentna sytuacja w gospodarce póki co uniemożliwia kontynuację tego procesu. Ryzyka te zostały uwypuklone w komunikacie, gdzie pojawiło się zdanie wskazujące na wzrost niepewności gospodarczej (którą nogą i w jakim humorze obudzi się prezydent...?). Jednocześnie Fed postanowił wyrzucić zdanie sugerujące, iż ryzyka dla zatrudnienia i inflacji są w dużej mierze zbilansowane. W obliczu ostatnich wydarzeń w polityce handlowej trudno dziwić się tejże zmianie. Preferowany przez Fed wskaźnik inflacji - bazowe PCE, które obejmuje szerszy koszyk dóbr i usług niż CPI, wzrósł w marcu powyżej oczekiwań (+2,8% r/r, +0,4% m/m), oddalając tym samym nadzieje na powrót bazy inflacyjnej do celu. Ryzyko inflacyjne, niemalże nieobecne w ostatnich wypowiedziach przedstawicieli Rezerwy Federalnej, prawdopodobnie wróci na front dyskusji wokół polityki monetarnej w USA, zawężając tym samym pole do schodzenia z obecnego poziomu stóp. Argumenty za wzrostami cen obligacji amerykańskich widzę dwa: Wśród teorii spiskowych istnieje taka, że Prezydent Trump jest jak uroboros, zjada co prawda własny ogon, ale prowadzi to tylko do odrodzenia. Doprowadzi więc najpierw do takiego stanu gospodarkę, że FED będzie w podskokach ciął stopy i w ten sposób zakwitnie ona jak zawilce w polskich lasach. Drugi argument to analiza techniczna, która pokazuje możliwość spadku rentowności na 3,6%, patrząc nie w miesięcznym a raczej rocznym horyzoncie.

OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW:

Surowce

Poprzedni komentarz dla tej klasy aktywów kończył się zdaniem dotyczącym złota: „Mimo korekty perspektywa osiągnięcia w tym roku 3000 USD za uncję pozostaje na wyciągnięcie ręki”. Fraza z filmu „Chłopaki nie płaczą”, z której wynika, że główny bohater Fred na skutek zbyt dużego zaufania do poci przeciwnej straciłby rękę, jest tu nieadekwatna. Parafrazując ten cytat ręką na rynku złota okazuje się hipertroficzną. Banki amerykańskie nie nadążają ze zmianą cen docelowych dla złota (Goldman Sachs do 3 300 USD/oz; Goldman przedział 3 250-3520 USD/oz.), a ja nie nadążam z odpisywaniem na rozpaczliwe emaile tych, którzy w swoich portfelach, złota tak fizycznego czy w postaci pośredniej, nie posiadają. I to...jedyny argument przeciwko kontynuacji hossy. Zwykle przecież jak nasila się zjawisko FOMO (fear of missing out), mamy albo korektę, albo wręcz zmianę trendu. Do powtarzanych w komentarzach od ładnych paru lat argumentów za złotem (popyt banków centralnych, uporczywa inflacja/stagflacja) doszedł najmniej przewidywalny – destabilizacja gospodarki światowej przez głowę dużego państwa na „U”. Przy obecnych cenach, należy spodziewać się wzrostu nakładów inwestycyjnych na poszukiwanie nowych złóż (wzrost kursu spółek wydobywczych) i zwiększenie wydatków na nowe technologie (geologiczne modelowanie 3D, bioługowanie), które pozwalają eksploatować złoża na dotychczas niedostępnych głębokościach od 3 do 5 km, jak w przypadku kopalni Mponeng w RPA. W końcu cena złota znajdzie punkt kulminacyjny w tym trwającym już dekady trendzie, z którym (jeszcze raz przypominam) nie walczy się! Zagrożeniem dla ceny złota miał być rynek krypto. Okazał się on póki co nie nowym złotem a cebulką kwitnących właśnie w Holandii tulipanów. Na rynku surowców przemysłowych przykuwa uwagę kolejne już podejście ceny ropy i rekordy na miedzi. Ten drugi surowiec oddał 10% z ATH (all time high). Powód wzrostu z pewnością nie leży w doskonałej kondycji globalnej gospodarki. To efekt kupowania towaru na zapas, przed decyzjami DT (jaką nogą wstanie? W jakim humorze?). Paralelny jest wzrost ceny ropy. Powód: groźba nałożenia "ceł wtórnych" na rosyjską ropę naftową, które miałyby wynieść 25-50 proc.

Waluty

Trwa krach na rynku krypto. Winowajca znany. DT podpisał bowiem rozporządzenie ustanawiające "strategiczną rezerwę bitcoinów" oraz rezerwę innych cyfrowych aktywów, ale w bardzo rozczarującym dla grających na tym rynku kształcie. Rezerwę stanowią bowiem mają kryptowaluty skonfiskowane od przestępców. Wbrew wcześniejszym sugestiom, rząd federalny nie będzie skupował kryptowalut. Rozporządzenie rozkazuje przeprowadzenie audytu mającego ustalić kwotę posiadanych przez państwo cyfrowych aktywów. Szacunkowa kwota to 200 tys. bitcoinów (według obecnego kursu to ok. 16 mld dolarów). Pomysł utworzenia rezerwy kryptowalut od początku wiązał się z kontrowersjami i podejrzeniami o konflikty interesów i insider trading. Wracając do rodzimej waluty – zbliżyliśmy się do decydujących w tym roku rozstrzygnięć. W I kw. br. inflacja w Polsce wyniosła 4,9% r/r, podczas gdy bank centralny prognozował 5,4% r/r. NBP zakłada także wyraźny wzrost cen energii w 4 kw 25, który moim zdaniem nie będzie miał miejsca. Inflacja konsumencka CPI zbliżyła się do ok. 3% r/r w II poł. br, mieszcząc się w pasie celu inflacyjnego NBP (2,5% +/- 1 pkt proc.). Na ostatniej konferencji, Prezes Glapiński starając się zdeprecjonować opinię ekonomistów orędujących za obniżką stóp nazwał ich „publicystami różnej maści”. A zatem jako publicysta, nie znanej mi maści, za to ustalonej konstytucji i kompleksji, twierdząc, że wymienione wyżej dane makro, dają przestrzeń do cięć stóp procentowych o 100 pb w bieżącym roku. Naturalną konsekwencją wtedy byłoby wyczekiwane przez eksporterów osłabienie złotego. Mamy jednak wybory i wciąż aktualne pozostaje pytanie o rzeczywistą niezależność RPP. Nie chcąc snuć teorii nazywanych spiskowymi (determinacja RPP do nie obniżania, rośnie wraz ze zwycięstwem kandydata uśmiechniętej Polski), zakładam, że racjonalne będzie wejście w cykl obniżek stóp. Kto wie, może trafi się jakaś zaskakująca obniżka w kwietniu, w ramach „odpowiedzialności za Państwo”, mająca wspomóc kandydata, którego udział w II turze jest coraz bardziej wątpliwy?




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