

Allianz Trade | 20 listopada 2025 r.

Wyniki firm ogółem za III kwartał: stabilne zyski dzięki... sztucznej inteligencji! Nie wpłynęła ona jednak na wydatki konsumentów – są poniżej oczekiwań

Przy czym widoczna jest istotna rozbieżność po obydwu stronach Atlantyku: w USA wyniki były bardzo dobre, w Europie – niezłe, biorąc pod uwagę okoliczności. Co więcej, w Europie wynik ratował sektor finansowy, bowiem w sektorach dóbr konsumpcyjnych wrażliwych na cykliczne wahania (jak odzież, wyposażenie mieszkań, samochody czy turystyka) notowane były ujemne wyniki finansowe (-11,2% r/r)

Ludovic Subran

Dyrektor ds. inwestycji i główny
ekonomistaludovic.subran@allianz.com

Ana Boata

Szef działu badań ekonomicznych

ana.boata@allianz-trade.com

Maxime Darmet

Starszy ekonomista ds. Stanów
Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii i
Francjimaxime.darmet@allianz-trade.com

Pierpaolo Fiore

Asystent ds. badań

pierpaolo.fiore@allianz.com

W skrócie:

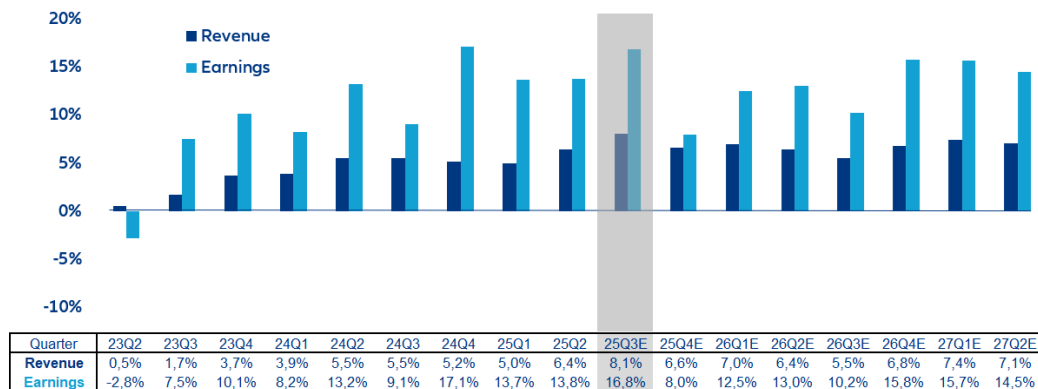
- Pomimo rosnących cen i spadku popytu w Europie, **firmy wykazały się niezwykłą odpornością** w sezonie wyników finansowych za III kwartał. Wspólne po obu stronach Atlantyku: najlepsze wyniki osiągnął sektor finansowy, wyraźnie wyprzedzając przemysł. Banki skorzystały na nadal wysokich stopach procentowych, które zwiększyły marże odsetkowe netto i podniosły zyski. Przemysł zyskiwał na wzroście wydatków obronnych i w lotnictwie. Zawiodł za to na obydwu kontynentach sektor konsumpcyjny.
- **Amerykańskie firmy wyróżniały się jako wyraźni liderzy** – dzięki frontloadingowi (zbudowaniu zapasów przed wejściem w życie cen) i obniżkom cen przez firmy zagraniczne, a aż 82% z nich przekroczyło prognozy wyników (przychody: +8,1% r/r i EPS: +16,8% r/r). a inwestycyjne wzrosty do 100 mld USD, napędzane boomem na sztuczną inteligencję, która z niszowego tematu stała się głównym punktem zainteresowania podczas konferencji dotyczących wyników finansowych w różnych branżach.
- **Świetne wyniki amerykańskich (dużych) firm miały także swoje cienie**, m.in. spadek przychodów w ujęciu rok do roku odnotowały w szczególności sektor papierniczy i drzewny (-8,7%), transport morski (-1,3%) oraz sektory dóbr trwałych i odzieży (-0,7%). Na wynik (a zwłaszcza istotny wzrost zysku na akcję EPS) wpływ miał nie tylko lepszy od prognoz popyt, ale też poprawa efektywności operacyjnej odzwierciedlająca powszechną poprawę marż
- **Tymczasem europejskie przedsiębiorstwa pozostawały w tyle, ale jak wynika z analiz Allianz Trade osiągnęły wyniki lepsze od dosyć umiarkowanych oczekiwań**, a zysk na akcję wzrósł o +6,2% r/r pomimo spadku przychodów o -1,2% r/r. Wzrost średnich zysków w Europie był głównie zasługą sektora finansowego (+11,4% r/r), który pomógł zrównoważyć spadek o -11,2% r/r w sektorze dóbr konsumpcyjnych cyklicznych.
- **W IV kwartale silniejsze euro, ograniczone wydatki dyskrecyjne i niekorzystne czynniki sektorowe będą prawdopodobnie nadal hamować wzrost** (-1,8% r/r) i zyski (-2,7% r/r). Jednak perspektywy dla kluczowych branż w regionie stają się coraz bardziej optymistyczne, a prognozy wzrostu EPS na 2026 r. dla indeksu Stoxx-600 zostały skorygowane w górę z +12,6% r/r do +12,9% r/r.
- **Zawodzi (swoimi wynikami) sektor istotny dla polskiego eksportu: sektor dóbr konsumpcyjnych cyklicznych** (obejmujący odzież, produkty konsumenckie – w tym meble/AGD/RTV, samochody oraz podróże i wypoczynek), odnotowując najsłabsze wyniki finansowe w indeksie, a zysk na akcję w sektorze spadł o 11,2% r/r, co stanowi **negatywną niespodziankę na poziomie niższym o -5,6% wzgl. oczekiwań**

Pomimo tarć handlowych i rosnących cen, a także słabnącego popytu w Europie, **firmy wykazały się niezwykłą odpornością w sezonie wyników finansowych za III kwartał**. Jak dotąd około 80% firm ogłosiło wyniki za III kwartał, a ponad połowa z nich przekroczyła oczekiwania zarówno pod względem sprzedaży, jak i zysków, przy czym wyraźną przewagę miały firmy amerykańskie. Dyscyplina w zakresie kontroli kosztów i elastyczność strategiczna pozwoliły zabezpieczyć marże i utrzymać wzrost w obliczu utrzymującej się niepewności politycznej. Nastroje kadry zarządzającej były również znacznie bardziej optymistyczne niż w 2024 r., zbliżając się do najwyższych poziomów odnotowanych pod koniec 2021 r. (wykres 3), co sugeruje, że wyzwania związane z łańcuchem dostaw w dużej mierze ustąpiły, a obawy związane z cenami ograniczały się do pierwszej połowy roku.

USA: boom technologiczny wpływa na cały rynek; dodatkowo – poprawa efektywności operacyjnej oraz wpływ inwestycji

W Stanach Zjednoczonych przedsiębiorstwa odnotowały solidny, dwucyfrowy wzrost zysków, znacznie przewyższający prognozy a napędzany boorem na technologie sztucznej inteligencji o ogromnej kapitalizacji. W III kwartale 2025 r. wzrost zysków indeksu S&P 500 przyspieszył do +16,8% r/r, kontynuując pozytywną dynamikę z II kwartału, kiedy to wyniósł +13,8% r/r (patrz wykres 1). Dzięki czterem kolejnym kwartałom dwucyfrowego wzrostu zysków indeks S&P 500 powrócił do rekordowego poziomu zysków i jest na dobrej drodze do osiągnięcia dwucyfrowego wzrostu zysku na akcję (EPS) w całym roku. Po zakończeniu okresu sprawozdawczego łączny wzrost EPS indeksu znacznie przekroczył oczekiwany na koniec kwartału poziom ~+8,8% r/r, ponieważ **82% spółek przekroczyło prognozy zysków — znacznie powyżej średniej pięcioletniej wynoszącej ~75% — co stanowi jeden z najsilniejszych kwartałów w ostatnich latach i potwierdza, że akcje amerykańskie mogą osiągać dobre wyniki również w warunkach spowolnienia wzrostu gospodarczego**. Sektor technologiczny jak wynika z analiz Allianz Trade pozostaje najszybciej rozwijającym się sektorem w indeksie S&P 500, ale wzrost był powszechny: sektory finansowy, przemysłowy, nieruchomości i surowcowy odnotowały wzrost EPS (zysk na akcję) powyżej +20%. Solidne były również wyniki finansowe e: przychody w USA w III kwartale wzrosły o 8,1% r/r, znacznie powyżej oczekiwanego na początku sezonu 5,7%, a wynik powyżej oczekiwań miało 78% firm. W ramach indeksu wszystkie sektory odnotowały dodatni wzrost przychodów w III kwartale, przy czym sektor energetyczny pozostawał w tyle z niewielkim wzrostem o 1,1% r/r, ponieważ niższe ceny miały negatywny wpływ na wyniki finansowe. Jednak biorąc pod uwagę całość spółek notowanych na giełdzie, inne sektory odnotowały spadek przychodów w ujęciu rok do roku, w szczególności sektor papierniczy i drzewny (-8,7%), transport morski (-1,3%) oraz sektory dóbr trwałych i odzieży (-0,7%). Ogólna duża różnica między wzrostem przychodów a wzrostem EPS sugeruje, że amerykańskie przedsiębiorstwa korzystają nie tylko ze zdrowego popytu na produkty i usługę oraz utrzymującej się siły cenowej, ale także z poprawy efektywności operacyjnej, odzwierciedlającej powszechną poprawę marż. Największy wzrost marż odnotowano w sektorach finansowym, przemysłowym i nieruchomości, natomiast w sektorach opieki zdrowotnej, dóbr podstawowych i energetycznym nastąpiło pewne zmniejszenie marż.

Wykres 1: Wskaźniki wzrostu przychodów i zysku na akcję indeksu S&P 500 (% r/r)

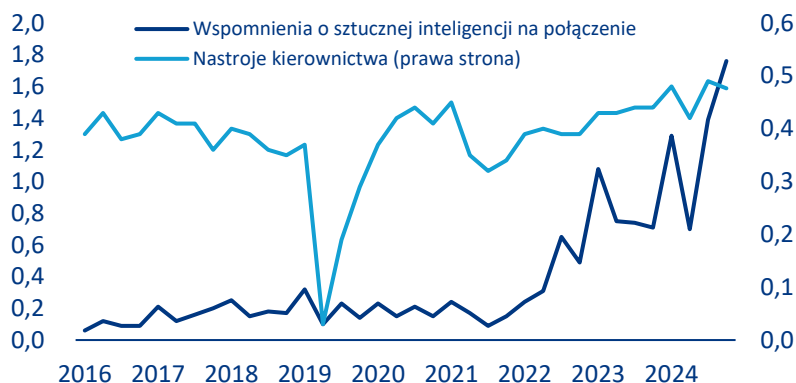


Źródła: LSEG IBES, Allianz Research

Ciągły wzrost inwestycji i popytu napędzanego sztuczną inteligencją pozostaje w centrum uwagi, motywując duże firmy technologiczne do osiągania wyjątkowych wyników. Sektor technologiczny odnotował największy wzrost sprzedaży (+16,1% r/r) i zysków (+28,5%) w ramach indeksu S&P 500, wspierany przez solidne wydatki przedsiębiorstw na usługi w chmurze i infrastrukturę sztucznej inteligencji. Nakłady inwestycyjne wzrosły do 100 mld USD z około 60 mld USD w III kwartale 2024 r. (w ujęciu rocznym 400 mld USD), co podkreśla agresywny cykl inwestycyjny sektora, równoległy do utrzymującej się rentowności. **Boom na sztuczną inteligencję jest jednak widoczny również poza branżą technologiczną**, ewoluując od niszowego tematu do głównego punktu zainteresowania podczas spotkań inwestorów i telekonferencji dotyczących wyników finansowych przedsiębiorstw z różnych branż. Wykres 2 pokazuje, że liczba wzmianek o sztucznej inteligencji podczas telekonferencji dotyczących wyników finansowych osiągnęła w ostatnim kwartale **rekordowy poziom, odzwierciedlając jej rosnące znaczenie dla strategii kadry kierowniczej i dyskusji inwestorów**. Chociaż firmy technologiczne nadal są najbardziej aktywne w tej kwestii, sektory takie jak finanse, dobra konsumpcyjne i energia coraz bardziej podkreślają rolę sztucznej inteligencji w zwiększaniu wydajności, automatyzacji i zarządzaniu ryzykiem. Tak szerokie zastosowanie podkreśla transformację sztucznej inteligencji w kluczowy czynnik wpływający na produktywność,

rentowność i długoterminową konkurencyjność w miarę przygotowań firm do 2026 r. Niemniej jednak **ryzyko koncentracji związane ze sztuczną inteligencją rośnie**, co sprawia, że inwestorzy zachowują czujność, a niespełnienie oczekiwań ma poważne konsekwencje. Ogólnie rzecz biorąc, chociaż oczekiwania dotyczące IV kwartału pozostają umiarkowane (prognozowany wzrost zysków na poziomie +8%), a konsensus szacunków na cały rok 2026 został nieznacznie obniżony (z +14,1% do +13,8%), amerykańskie przedsiębiorstwa pozostają na dobrej drodze do osiągnięcia kolejnego roku solidnego, dwucyfrowego wzrostu zysków.

Wykres 2: Wzmianki o sztucznej inteligencji w raportach finansowych przedsiębiorstw i indeks nastrojów kadry zarządzającej

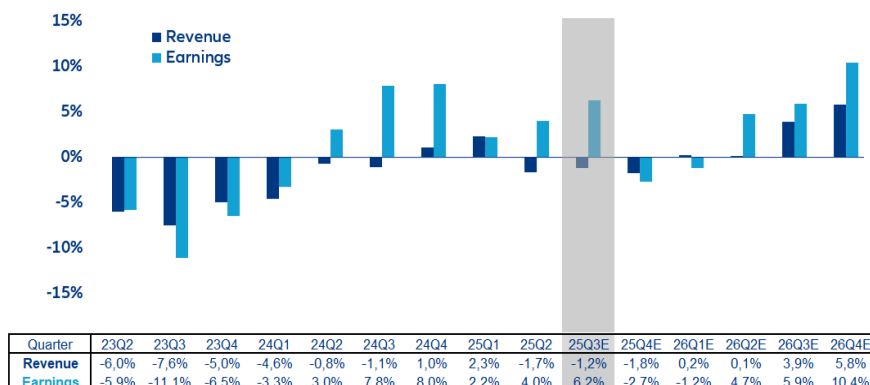


Źródła: Bloomberg, Allianz Research

Europa: wyniki wyraźnie niższe niż w USA, ale i tak cieszą – zysk lepszy od oczekiwań o +4,6%! W dół wynik sektorów konsumenckich – dóbr trwałych, odzieży, wydatków na turystykę

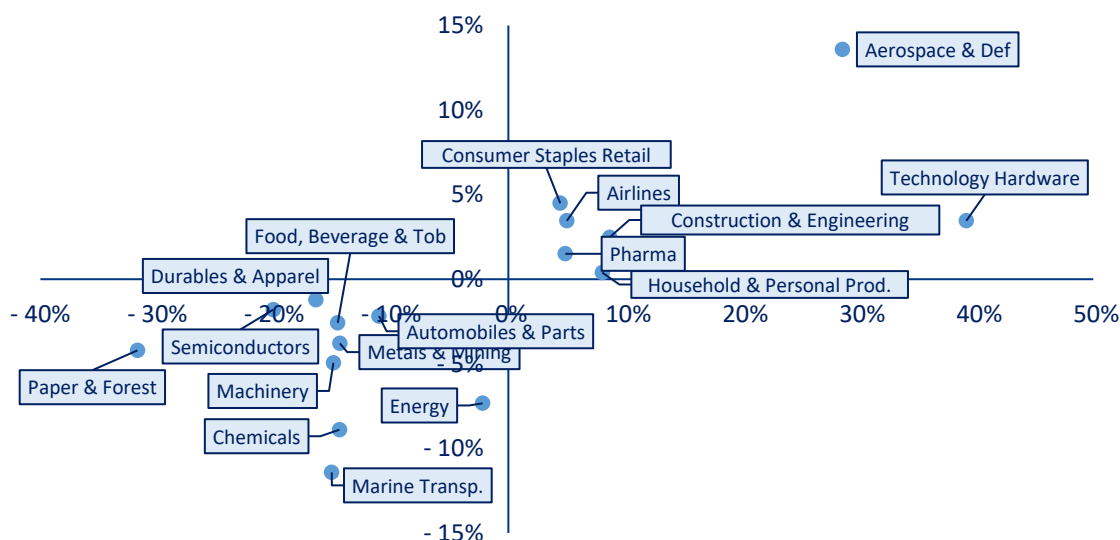
Europejskie przedsiębiorstwa osiągnęły gorsze wyniki niż ich amerykańskie odpowiedniki, ale i tak były one lepsze od oczekiwań. Wyższe cła i silniejsze euro miały negatywny wpływ na sprzedaż międzynarodową, w wyniku czego **przychody indeksu Stoxx-600 spadły po raz drugi w tym roku** (-1,2% r/r w III kwartale) – wykres 3. Największe spadki odnotowano w transporcie morskim (-15,1% r/r), energetyce (-7,2%) i surowcach podstawowych (-5,9%), co wynikało z niższych cen transportu i surowców oraz **słabszego popytu przemysłowego, który dotknął w szczególności sektory chemiczny, celulozowo-papierniczy oraz metalowy i wydobywczy** (wykres 4). Niemniej jednak strategiczne zarządzanie, jak wynika z analiz Allianz Trade pomogło utrzymać stabilność zysków. Z wynikiem +4,6% powyżej oczekiwań, zyski całego grona spółek giełdowych utrzymały się w III kwartale na poziomie dodatnim (+0,3% r/r). W przypadku indeksu Stoxx-600 wynik był jeszcze lepszy. Na podstawie raportów 73% spółek wzrósł EPS, początkowo prognozowany na nieznacznie ujemny, wzrósł do +6,2% r/r (patrz wykres 3), nieznacznie przewyższając wynik +4,0% z II kwartału, ponieważ więcej spółek przekroczyło swoje oczekiwane wyniki. Liderami sektorowymi są finanse (71% powyżej oczekiwań), spółki technologiczne (52%) i przemysł (52%). Sektor finansowy odnotował najsilniejszy wzrost zysków w regionie, wynoszący +11,4% r/r, a banki skorzystały na nadal wysokich stopach procentowych, które zwiększyły marże odsetkowe netto i podniosły zyski. Sektor przemysłowy skorzystał natomiast na wzroście wydatków w sektorze lotniczym i obronnym. **Natomiast sektor dóbr konsumpcyjnych cyklicznych (obejmujący odzież, produkty konsumenckie, samochody oraz podróże i wypoczynek) odnotował najgorsze wyniki finansowe w indeksie**, a zysk na akcję spadł o 11,2% r/r, co stanowi negatywną niespodziankę na poziomie -5,6% i odzwierciedla **utrzymującą się słabość zaufania konsumentów**, która nadal ogranicza wydatki dyskrecyjne. Detaliści i firmy z branży rekreacyjnej odnotowały spadek wydatków konsumentów w Europie, podczas gdy producenci samochodów borykali się ze słabym popytem i rosnącą konkurencją ze strony Chin.

Wykres 3: Wskaźniki wzrostu przychodów i zysku na akcję STOXX-600 (% r/r)



Źródła: LSEG IBES, Allianz Research

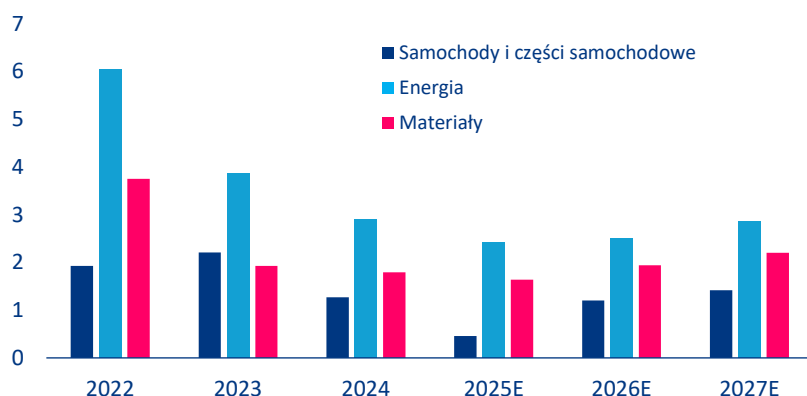
Wykres 4: Stopa wzrostu EPS (oś X) i przychodów (oś Y) r/r w III kwartale 2025 r., Europa



Źródła: LSEG Refinitiv (średnia według sektorów na dzień 13 listopada, przy czym 77% europejskich spółek opublikowało już wyniki), Allianz Research

Kontekst makroekonomiczny (zwłaszcza napięcia handlowe), silniejsze euro, słabe wydatki dyskrecyjne i presja na sektory wrażliwe na zmiany stóp procentowych powinny nadal negatywnie wpływać na europejskie zyski w IV kwartale i później. Konsensus rynkowy wskazuje na umiarkowany wzrost gospodarczy w pierwszym kwartale 2026 r., a następnie takie samo ożywienie sprzedaży i zysków. Pozytywnym aspektem jest to, że prognozy śródkresowe stały się nieco bardziej optymistyczne — obecnie oczekuje się, że wzrost zysków w całym 2025 r. wyniesie -2,0% r/r w porównaniu z -2,9% na początku sezonu, a wzrost w 2026 r. został skorygowany w górę do +12,9% r/r z +12,6%. Co najważniejsze, **prognozy na lata 2026-27 również stają się optymistyczne dla kluczowych branż w regionie, takich jak motoryzacja, energetyka i surowce podstawowe**, których pogorszenie sytuacji w ciągu ostatnich trzech lat spowodowało spadek ich łącznego udziału w zyskach Stoxx-600 do zaledwie 12,6% (w porównaniu z 32% w 2022 r.). Jak widać na wykresie 5, oczekuje się, że rok 2025 będzie najgorszym dla tych sektorów, a w latach 2026 i 2027 nastąpi znaczna poprawa wskaźnika EPS.

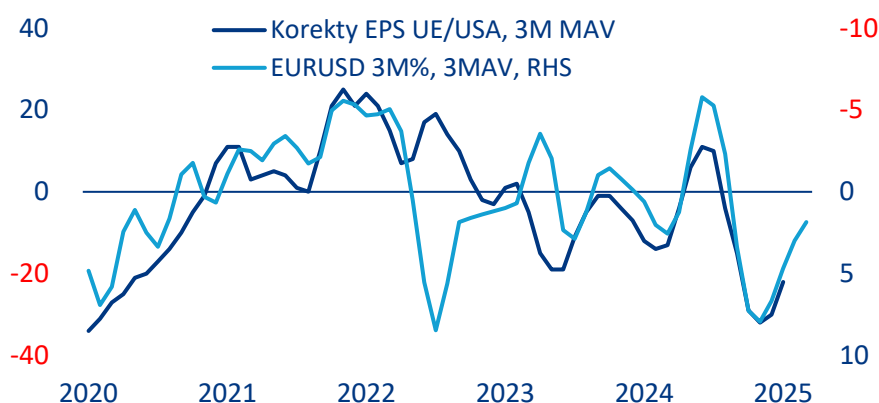
Wykres 5: Historyczne i szacunkowe EPS (EUR na akcję) dla wybranych sektorów w Europie



Źródła: Bloomberg, Allianz Research

Nie należy jednak zapominać o ewolucji kursu euro. Prawdopodobnie będzie ona nadal stanowić obciążenie dla europejskiego rynku akcji zorientowanego na eksport, choć pojawiają się oznaki, że ta niekorzystna sytuacja wkrótce się skończy (wykres 6). **Jeśli euro nie będzie dalej umacniać się, europejskie przedsiębiorstwa będą mogły w 2026 r. konkurować z amerykańskimi na równych zasadach – przynajmniej z punktu widzenia kursu walutowego.**

Wykres 6: Relatywne korekty zysków w Europie i Stanach Zjednoczonych oraz kurs wymiany EURUSD



Źródła: LSEG Datastream, Allianz Research

Kontakt z Allianz Trade

Grzegorz Błachnio

+48 601 056 830

grzegorz.blachnio@allianz-trade.com

Kontakt z multiAN PR

Artur Niewrzedowski

+ 48 509 433 874

artur.niewrzedowski@multian.pl

Oceny te, jak zawsze, podlegają zastrzeżeniu zawartemu poniżej.

STWIERDZENIA DOTYCZĄCE PRZYSZŁOŚCI

Oświadczenia zawarte w niniejszym dokumencie mogą zawierać prognozy, stwierdzenia dotyczące przyszłych oczekiwań oraz inne stwierdzenia dotyczące przyszłości, które opierają się na aktualnych poglądach i założeniach kierownictwa i wiążą się ze znanymi i nieznanymi ryzykami oraz niepewnością. Rzeczywiste wyniki, osiągnięcia lub wydarzenia mogą znacznie różnić się od tych wyrażonych lub sugerowanych w takich stwierdzeniach dotyczących przyszłości.

Odchylenia takie mogą wynikać między innymi z (i) zmian ogólnych warunków gospodarczych i sytuacji konkurencyjnej, w szczególności w podstawowej działalności i na podstawowych rynkach Grupy Allianz, (ii) wyników rynków finansowych (w szczególności zmienności rynkowej, płynności i zdarzeń kredytowych), (iii) częstotliwości i dotkliwości zdarzeń objętych ubezpieczeniem, w tym katastrof naturalnych, oraz rozwoju kosztów szkód, (iv) poziomów i trendów śmiertelności i zachorowalności, (v) poziomów trwałości, (vi) w szczególności w działalności bankowej, zakresu niewypłacalności kredytowej, (vii) poziomów stóp procentowych, (viii) kursów walutowych, w tym kursu EUR/USD, (ix) zmian przepisów ustawowych i wykonawczych, w tym przepisów podatkowych, (x) wpływu przejęć, w tym związanych z nimi kwestii integracyjnych, oraz działań reorganizacyjnych, oraz (xi) ogólne czynniki konkurencyjne, w każdym przypadku w skali lokalnej, regionalnej, krajowej i/lub globalnej. Wiele z tych czynników może być bardziej prawdopodobnych lub wyraźniejszych w wyniku działań terrorystycznych i ich konsekwencji.

BRAK OBOWIĄZKU AKTUALIZACJI

Spółka nie ma obowiązku aktualizowania żadnych informacji ani stwierdzeń dotyczących przyszłości zawartych w niniejszym dokumencie, z wyjątkiem informacji, których ujawnienie jest wymagane przez prawo.

Allianz Trade jest znakiem towarowym używanym do oznaczenia szeregu usług świadczonych przez Euler Hermes.