

Czas uwolnić potencjał



Szymon Borawski-Reks, CFA
Dyrektor inwestycyjny Santander TFI

W 2024 r. duży wpływ na zachowanie się lokalnych aktywów miały znaczące wahania oczekiwań dotyczących obniżek stóp procentowych na świecie, a także geopolityka. Po stosunkowo słabym roku zarówno dla polskich akcji, jak i instrumentów dłużnych, w 2025 roku możemy spodziewać się lepszych wyników. Teraz, gdy wyniki wyborów w USA są już znane i w dużej mierze zdyskontowane, widzimy szansę na odreagowanie. Polska gospodarka powinna przyspieszyć, napędzana przez konsumpcję i inwestycje, przy wsparciu znaczących transferów z Unii Europejskiej. Widzimy powody do optymizmu w odniesieniu do polskiego rynku akcji, dzięki atrakcyjnemu dyskontu w wycenach w porównaniu z innymi rynkami wschodzącymi, poprawie dynamiki zysków i atrakcyjnej stopie dywidendy. W segmencie instrumentów dłużnych uważamy, że rynek pieniężny oraz obligacje średnio i długoterminowe są atrakcyjnie wyceniane, ponieważ Narodowy Bank Polski (NBP) powinien wznowić obniżki stóp procentowych w drugim kwartale 2025 roku. Spadająca inflacja powinna sprzyjać niższym stopom procentowym.

Akcje

Widzimy powody do optymizmu w kontekście polskich akcji. Pierwszym z nich jest wskaźnik P/E dla indeksu WIG, który obecnie znajduje się na niskich poziomach, poniżej swojej długoterminowej średniej. Ponadto warto zwrócić uwagę na rozbieżność w wycenie polskiego rynku akcji w stosunku do innych rynków wschodzących, co wynika m.in. z bliskości wojny w Ukrainie. Dyskonto w wycenie nie powinno się dalej pogłębiać a ewentualny scenariusz zawieszenia broni może zostać odebrany pozytywnie.

Po drugie, sytuacja gospodarcza w Polsce się poprawia, a wzrost PKB powinien przyspieszyć. Wsparcie w tym zakresie zapewnią również znaczące transfery budżetowe z Unii Europejskiej. W związku z tym spodziewamy się również poprawy dynamiki zysków. Po kilku kwartałach pogorszenia, spółki powinny odwrócić negatywne trendy.

Zwracamy również uwagę na najwyższą od wielu lat stopę dywidendy indeksu WIG (>5,5%). Oczekuje się, że przepływ dywidend będzie jeszcze wyższy w przyszłym roku, co może przełożyć się na reinwestowanie tych środków na rynku akcji.

Po stosunkowo słabym roku powinniśmy zobaczyć lepsze zachowanie się polskich aktywów w 2025 roku.

Instrumenty dłużne

Rynek pieniężny

Lokalne fundusze doświadczają stabilnych napływów do najbardziej konserwatywnych produktów od początku 2023 roku.

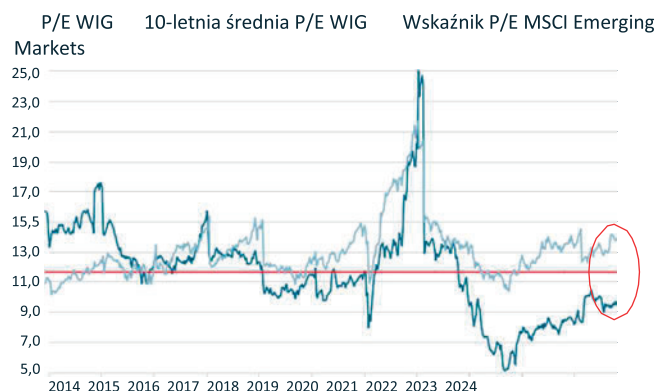
Stopa dywidendy indeksu WIG (%): najwyższa od dekady

Źródło: Bloomberg



Wskaźnik P/E dla akcji polskich na tle rynków wschodzących: atrakcyjna wycena polskich akcji

Źródło: Bloomberg



Trend ten powinien się utrzymać, ponieważ ostrożne podejście banku centralnego wciąż gwarantuje wysokie stopy na rynku pieniężnym, a klienci wybierają produkty o niskiej zmienności. Dlatego też pozostajemy pozytywnie nastawieni, ponieważ segment ten powinien być nadal strukturalnie wspierany przez napływy.

Obligacje skarbowe

Obligacje skarbowe w walucie lokalnej są naszym zdaniem atrakcyjnie wyceniane, ponieważ NBP powinien wznowić obniżki stóp procentowych w drugim kwartale 2025 r. Spadająca inflacja powinna pozwolić na znacznie niższe stopy, podczas gdy obligacje o średnich i dłuższych terminach zapadalności nadal oferują rentowności zbliżone do obecnego poziomu stóp NBP. Spodziewamy się jednak, że to lokalny sektor bankowy pozostanie największym nabywcą obligacji, ponieważ brak jasnej ścieżki konsolidacji fiskalnej może być przeszkodą do większego zaangażowania się inwestorów zagranicznych. W związku z tym uważamy, że krzywa dochodowości może pozostać stroma, a średnie terminy zapadalności mogą przynieść najlepsze wyniki.

Obligacje indeksowane inflacją

Ministerstwo Finansów wznawia emisję obligacji indeksowanych inflacją o dłuższych i średnich terminach zapadalności. Uważamy, że obligacje te są obecnie bardzo atrakcyjnie wycenione (realna stopa zwrotu na poziomie około 3%) i wraz z znacznie rosnącą liczbą emisji oraz łączną wartością tych papierów oczekujemy poprawy płynności i stopniowego spadku realnych rentowności. Dla inwestorów oznacza to zarówno atrakcyjne „carry”, jak i potencjalne zyski kapitałowe, ponieważ wskaźnik CPI prawdopodobnie pozostanie wciąż nieco podwyższony w 2025 roku.

Obligacje korporacyjne

Naszym zdaniem lokalny rynek obligacji korporacyjnych ma potencjał do wzrostu i poprawy płynności. Do tej pory był on reprezentowany głównie przez emisje o zmiennym oprocentowaniu największych polskich spółek: finansowych, nieruchomościowych i niektórych przemysłowych. Banki lokalne będą wiodącym emitentem, z uwagi na potrzeby emisji papierów wartościowych w ramach różnych warstw struktury kapitałowej banków. Po stronie popytu uważamy, że fundusze inwestycyjne i emerytalne będą chciały zdywersyfikować portfele, zmniejszając w nich udział papierów skarbowych.

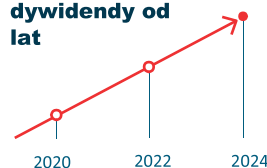
Waluta

Czynnikami, które latem 2024 r. wpłynęły na wzrost wartości złotego, zwłaszcza w stosunku do dolara amerykańskiego, były naszym zdaniem: jastrzębia polityka NBP, rosnące przekonanie o obniżkach stóp procentowych na rynkach rozwiniętych oraz wzrost poparcia dla Partii Demokratycznej przed wyborami w USA, która była postrzegana jako bardziej przyjazna rynkom wschodzącym. Obecnie jednak te czynniki przestały działać: słabe dane makroekonomiczne wspierają dalsze obniżki stóp w Europie (w tym w Polsce), zwycięstwo Partii Republikańskiej w USA oraz potencjalnie ostrożne podejście Fed, jeśli taryfy celne okażą się proinflacyjne w Stanach Zjednoczonych. Spodziewamy się zatem stabilizacji złotego lub nawet lekkiej presji na jego osłabienie.

Atrakcyjna wycena polskich akcji w porównaniu do historycznych poziomów oraz istotne dyskonto w stosunku do innych rynków wschodzących

>5,5%

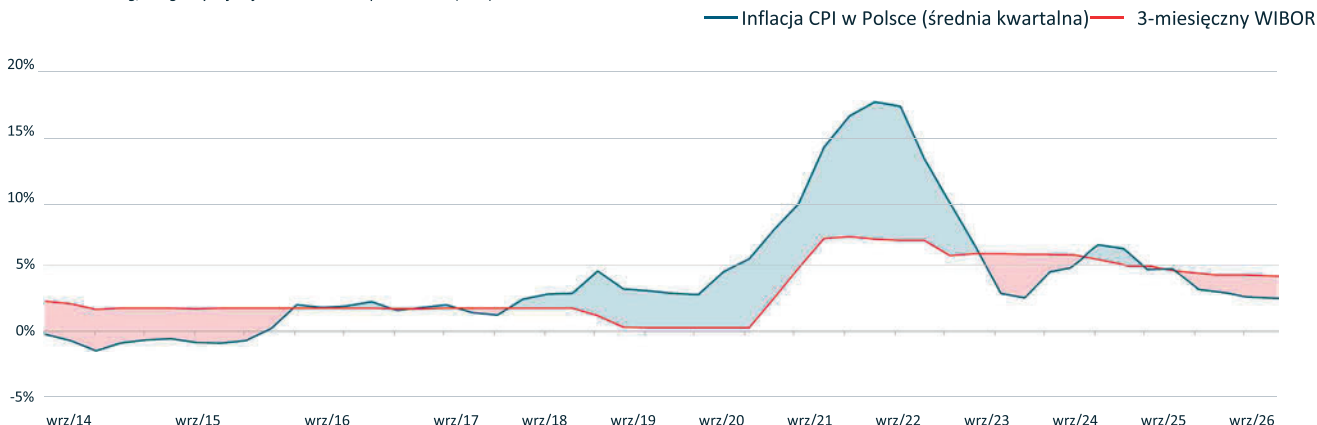
najwyższa stopa dywidendy od lat



Obligacje skarbowe denominowane w walucie lokalnej są, naszym zdaniem, atrakcyjnie wycenione, ponieważ NBP powinien wznowić obniżki stóp procentowych w II kwartale 2025 roku.

Spadająca inflacja stwarza przestrzeń do obniżek stóp procentowych od 2Q 2025

Źródło: Bloomberg, Prognozy inflacji i wzrostu - listopad 2024 r. (NBP)



Ważne informacje prawne

Niniejszy raport został przygotowany przez Santander Asset Management (dalej "SAM"). SAM to funkcjonalna nazwa działalności w zakresie zarządzania aktywami prowadzonej przez osobę prawną SAM Investment Holdings S.L. oraz jej oddziały, spółki zależne i przedstawicielstwa.

Niniejszy dokument zawiera prognozy ekonomiczne i informacje pochodzące z różnych źródeł. Informacje zawarte w niniejszym dokumencie mogły również zostać zebrane od osób trzecich. Wszystkie te źródła są uważane za wiarygodne, chociaż dokładność, kompletność lub aktualność tych informacji nie jest gwarantowana, ani w sposób dorozumiany, ani wyraźny, i może ulec zmianie bez powiadomienia. Opinie zawarte w niniejszym dokumencie nie mogą być traktowane jako niepodważalne i mogą różnić się lub być w jakikolwiek sposób niespójne lub sprzeczne z opiniami wyrażonymi ustnie lub pisemnie, poradami inwestycyjnymi lub decyzjami podjętymi przez inne obszary SAM.

Niniejszy raport nie został przygotowany i nie należy na nim polegać w jakimkolwiek celu inwestycyjnym. Niniejszy dokument został przygotowany wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowi rekomendacji, spersonalizowanej porady inwestycyjnej, oferty ani zachęty do subskrypcji lub sprzedaży jednostek uczestnictwa w jakichkolwiek aktywach lub produktach inwestycyjnych (zwanym dalej "Aktywami Finansowymi") i nie powinien być traktowany jako jedyna podstawa do oceny lub wyceny Aktywów Finansowych. Ponadto rozpowszechnianie niniejszego dokumentu wśród osób trzecich nie stanowi oferty doradztwa inwestycyjnego.

SAM nie gwarantuje prognoz ani opinii wyrażonych w niniejszym raporcie na temat rynków lub Aktywów Finansowych, w tym w odniesieniu do ich obecnych i przyszłych wyników. Wszelkie odniesienia do przeszłych lub bieżących wyników nie powinny być interpretowane jako wskazanie przyszłych wyników takich rynków lub Aktywów Finansowych. Aktywa Finansowe opisane w niniejszym raporcie mogą nie być odpowiednie do dystrybucji lub sprzedaży w niektórych jurysdykcjach lub dla niektórych kategorii lub typów inwestorów.

Z wyjątkiem przypadków wyraźnie określonych w dokumentach prawnych danego Aktywa Finansowego, Aktywa Finansowe nie są i nie będą ubezpieczone ani gwarantowane przez żaden podmiot rządowy, w tym *Federal Deposit Insurance Corporation*. Nie stanowią one zobowiązania ani nie są gwarantowane przez SAM i mogą podlegać ryzyku inwestycyjnemu. Ryzyka obejmują między innymi ryzyko rynkowe i walutowe, ryzyko kredytowe, ryzyko emitenta i kontrahenta, ryzyko płynności oraz ryzyko straty na głównej inwestycji. Zaleca się, aby inwestorzy skonsultowali się ze swoimi doradcami finansowymi, prawnymi i podatkowymi oraz wszelkimi innymi doradcami, których uznają za niezbędnych do ustalenia, czy Aktywa Finansowe są odpowiednie w oparciu o ich osobiste okoliczności i sytuację finansową. Santander i jego dyrektorzy, przedstawiciele, prawnicy, pracownicy lub agenci nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za jakiegokolwiek straty lub szkody związane lub mogące wyniknąć z wykorzystania całości lub części niniejszego raportu.

Wyniki osiągnięte w przeszłości nie są wyznacznikiem przyszłych wyników. Rentowność może się różnić ze względu na wahania kursów wymiany walut. Wszelkie odniesienia do aspektów podatkowych należy rozumieć w kontekście osobistej sytuacji inwestora i mogą one podlegać zmianom. Koszty związane z zakupem, posiadaniem lub sprzedażą Aktywów Finansowych mogą obniżyć ich rentowność i nie są odzwierciedlone w niniejszym raporcie.

Niniejszy raport nie może być powielany w całości lub w części, rozpowszechniany, publikowany lub udostępniany, w żadnych okolicznościach, jakiegokolwiek osobie, ani nie można wyrażać żadnych informacji lub opinii w związku z niniejszym raportem bez uprzedniej pisemnej zgody SAM, udzielonej w każdym indywidualnym przypadku.

Wszelkie materiały osób trzecich (w tym logo i znaki towarowe), zarówno dosłowne (artykuły / badania / raporty / itp. lub ich fragmenty), jak i artystyczne (zdjęcia / grafiki / rysunki / itp.) zawarte w niniejszym raporcie / publikacji są chronione prawem autorskim w imieniu ich odpowiednich właścicieli i są powielane wyłącznie zgodnie z uczciwymi praktykami przemysłowymi lub handlowymi. Wszystkie dane tekstowe i grafiki oraz liczby w niniejszym raporcie rynkowym są aktualne na dzień 20 listopada 2024 r.

Prognozy rynkowe na 2025 rok

Steering markets normalization

Na kursie do normalizacji rynków

