

Prognozy rynkowe na 2025 rok

Steering markets normalization

Na kursie do normalizacji rynków



Wszystkie dane tekstowe i grafiki oraz liczby w niniejszym raporcie rynkowym są aktualne na dzień 20 listopada 2024 r.



Samantha Ricciardi

Global CEO of Santander Asset Management

Drogi Inwestorze,

Z przyjemnością przedstawiamy Państwu nasze prognozy rynkowe na 2025 rok, zawierające analizy naszego globalnego zespołu i lokalnych ekspertów. Ich dogłębna wiedza na temat krajowych aktywów i globalnych trendów umożliwia nam podejmowanie świadomych decyzji strategicznych. Nasz cel jest jasny: zapewnić Państwu solidne spojrzenie globalne, uzupełnione o analizę lokalną, aby pomóc Państwu w budowaniu portfeli dostosowanych do własnych celów.

Gdy wkraczamy w 2025 r., kluczowe znaczenie ma refleksja nad obecnym otoczeniem, które stało się jaśniejsze po niepewności z ostatnich lat. Wydłużenie globalnego cyklu gospodarczego oraz bardziej umiarkowana inflacja w USA i Europie wskazują na korzystny scenariusz dla globalnej dywersyfikacji aktywów. W tym kontekście preferujemy aktywa ryzykowne, a w szczególności akcje amerykańskie oraz obligacje korporacyjne.

Z drugiej strony sztuczna inteligencja („AI”) zaczyna materializować swój wpływ na innowacyjność, produktywność, nowe sposoby interakcji z klientami itp. Nasze szacunki zmiennych ekonomicznych, analiza aktywów i procesów oraz decyzje inwestycyjne to uwzględniają, nie zaniedbując innych trendów kształtujących przyszłość, takich jak starzenie się społeczeństwa i długowieczność oraz niezbędna transformacja źródeł energii.

W niniejszym Raporcie dzielimy się naszą analizą i pięcioma pomysłami inwestycyjnymi na rok 2025:

1. Akcje amerykańskie
2. Europejskie obligacje korporacyjne
3. Instrumenty dłużne w Ameryce Łacińskiej
4. Dolar amerykański
5. Generatywna AI 2.0, – Rozszerzenie inwestycji na cały ekosystem

Zajmujemy się również kluczowym trendem strukturalnym polegającym na włączaniu inwestycji na rynku niepublicznym do portfeli, co poprawia profil zysku do ryzyka dla stóp zwrotu i zapewnia przewagę konkurencyjną naszym klientom. Demokratyzacja tych aktywów rozszerza ich zasięg poza sferę instytucjonalną na bardziej zróżnicowaną bazę inwestorów.

Zdajemy sobie sprawę z ryzyka nieodłącznie związanego z tym środowiskiem, począwszy od nieoczekiwanych czynników ekonomicznych, a skończywszy na napięciach geopolitycznych, nie zapominając o wiodącej roli Chin w jego ewolucji. Jesteśmy przygotowani na monitorowanie tych wyzwań i sprawne działanie w razie potrzeby.

Nasz zespół jest do Państwa dyspozycji, aby szerzej omówić tematy zawarte w tym dokumencie i pomóc Państwu wykorzystać możliwości, jakie stwarza rynek w procesie normalizacji.

Bardzo dziękujemy za zaufanie.

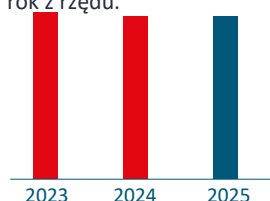
Na kursie do normalizacji rynków



José Mazoy, PhD
SAM Global Chief Investment Officer (CIO)

Wzrost

Globalna gospodarka będzie nadal rosła w 2025 roku. Oczekujemy, że tempo wzrostu PKB utrzyma się na poziomie około 3% przez czwarty rok z rzędu.



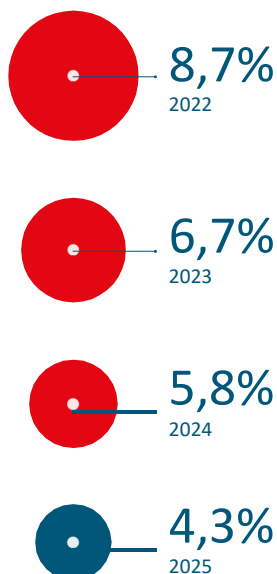
Wzrost będzie dodatni we wszystkich obszarach geograficznych.

100%

Prognozy World

Economic Outlook MFW przewidują wzrost we wszystkich krajach.

Inflacja



Globalne trendy inflacyjne, według World Economic Outlook MFW.

Normalizacja polityki pieniężnej



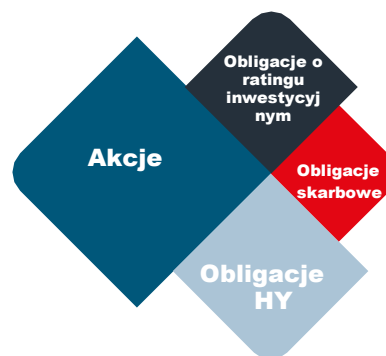
65%

głównych banków centralnych obniża stopy procentowe.

> Patrz strona 8

Możliwości inwestycyjne

Nasz główny scenariusz przewiduje dodatnie średnioterminowe stopy zwrotu ze wszystkich globalnych aktywów i faworyzuje fundusze akcyjne i obligacje korporacyjne.



Portfele powinny być budowane w oparciu o **dywersyfikację**, z preferencją dla aktywów ryzykownych.

Stojąc u progu 2025 roku, mamy do czynienia z bardziej zbalansowanym globalnym otoczeniem pod względem wzrostu, inflacji i polityki pieniężnej, z różną dynamiką w poszczególnych krajach. Uwzględniając również długoterminowe trendy, takie jak zmiany demograficzne, regionalizacja kontra globalizacja, transformacja energetyczna i sztuczna inteligencja (AI), zidentyfikowaliśmy 5 kluczowych pomysłów inwestycyjnych na 2025 r. oraz trend strukturalny w zarządzaniu aktywami:

1. Akcje amerykańskie

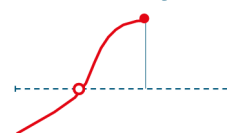
Ustabilizowany wzrost, wraz z inflacją zmierzającą do celu, Fed, sprzyja kontynuacji normalizacji polityki pieniężnej. To, w połączeniu z pozytywnymi prognozami zysków przedsiębiorstw, umacnia nasze przekonanie do amerykańskich akcji jako głównego silnika zdywersyfikowanego portfela. Ponadto uważamy, że firmy technologiczne będą nadal czerpać korzyści z inwestycji w AI, podczas gdy inne firmy wykorzystają wydłużony cykl gospodarczy, aby przyczynić się do wzrostu zysków, zwiększając szerokość rynku.

Spodziewamy się miękkiego lądowania w USA ze wzrostem PKB ok. 2%.



Oczekiwany wzrost zysków amerykańskich przedsiębiorstw w 2025 r. jest powyżej historycznej średniej

12%



2. Obligacje korporacyjne ze strefy euro i Wielkiej Brytanii

Pozytywne, choć umiarkowane środowisko wzrostu gospodarczego w Europie oraz normalizacja inflacji i polityki pieniężnej sprawiają, że inwestycje w obligacje korporacyjne są atrakcyjne. Zwiększenie duration portfeli i wybór strategii *carry trade* oferuje wartość, popartą zaufaniem do kondycji sektora korporacyjnego, odzwierciedlonego w *spreadach* kredytowych.

3,30%

Rentowność indeksu ICE BoFA Euro Corporate

5,55%

Rentowność indeksu Bloomberg Sterling Aggregate Corporate ISMA

3. Instrumenty dłużne w Ameryce Łacińskiej

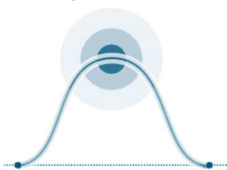
Stopień normalizacji polityki pieniężnej różni się w zależności od położenia geograficznego.

Brazylia

Bank centralny wznowił zacieśnianie polityki pieniężnej. Utrzymujemy pozytywny pogląd na rynek pieniężny, przy wciąż atrakcyjnych stopach procentowych i niepewnym środowisku fiskalnym, ograniczających trendy wzrostowe na akcjach i walutach.

Oczekiwany szczyt dla stopy Selic

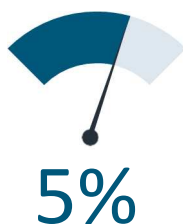
12,75%



Meksyk

Preferujemy wydłużenie duration poprzez długoterminowe obligacje skarbowe, wspierane przez wciąż restrykcyjną politykę pieniężną, która naszym zdaniem będzie stopniowo łagodzona.

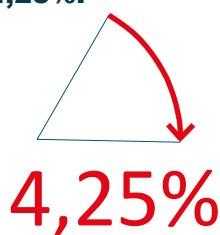
Realna stopa referencyjna powyżej 5%.



Chile

Uważamy, że obligacjom korporacyjnym i skarbowym pomoże atrakcyjny punkt wejścia wynikający z poziomu obecnych stóp procentowych, przy topniejącej inflacji i oczekiwaniu obniżek stóp procentowych w 2025 r.

Stopa procentowa może spaść do 4,25%.

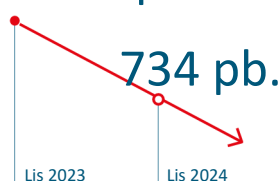


Argentyna

Rządowe obligacje denominowane w dolarze, z premią za ryzyko poniżej 800 punktów bazowych, pozostają doskonałą okazją na 2025 rok.

Premia za ryzyko dla EMBI

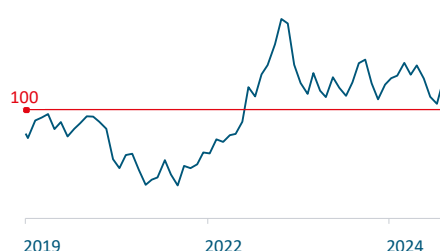
2400 pb.



4. Dolar

W środowisku potencjalnego ryzyka geopolitycznego, w połączeniu z perspektywą protekcjonistycznej polityki w USA, nadal mamy pozytywne nastawienie do dolara amerykańskiego.

Indeks dolara względem głównych walut (DXY)



5. Generatywna AI 2.0. - Rozszerzenie inwestycji na cały ekosystem

Patrząc w przyszłość, generatywna sztuczna inteligencja (AI) 2.0 stała się kluczowym katalizatorem wzrostu dzięki swojej zdolności do transformacji branż i redefiniowania produktywności. Kamień milowy osiągnięty przez OpenAI, jakim było uruchomienie ChatGPT w listopadzie 2022 r. i przekroczenie 100 milionów użytkowników do stycznia 2023 r., wywołał znaczny entuzjazm wśród inwestorów, podnosząc wyceny i ceny akcji dużych spółek technologicznych. Po przetrwaniu początkowego entuzjazmu, należy skupić się na tym, w jaki sposób wdrożenie technologii generatywnej sztucznej inteligencji wpłynie na produktywność i wzrost gospodarczy w szerszym zakresie. Według McKinsey ⁽¹⁾, jej wpływ może dodać biliony dolarów do globalnej gospodarki. Najnowsze badania szacują, że może to przynieść od 2,6 do 4,4 biliona dolarów rocznie. Aby umieścić te liczby w kontekście, PKB Wielkiej Brytanii w 2023 r. wyniósł 3,3 bln USD. Jeśli chodzi o wzrost produktywności, może on wynieść od 0,5% do 3,4% rocznie.

Nie tracąc z oczu dużego sektora technologicznego, kluczowe jest przeanalizowanie wpływu, jaki wdrożenie generatywnej sztucznej inteligencji zaczyna mieć na cały ekosystem.

W ostatnich latach generatywna AI przewyższa ludzkie możliwości w wielu zadaniach. Raport AI Index Uniwersytetu Stanforda ⁽²⁾ podkreśla postęp generatywnej sztucznej inteligencji w stosunku do ludzkich standardów w dziewięciu kluczowych wskaźnikach, zauważając, że przewyższyła ona ludzką wydajność w: klasyfikacji obrazów (2015); podstawowym czytaniu ze zrozumieniem (2017); rozumowaniu wizualnym (2020) i wnioskowaniu w języku naturalnym (2021). Jednak niektóre bardziej złożone zadania poznawcze, takie jak zwykłe rozumowanie wizualne i zaawansowane rozwiązywanie problemów matematycznych, pozostają wyzwaniem. Na przykład, w eksperymencie przeprowadzonym przez BCG Consulting ⁽³⁾, przy użyciu GPT-4 do kreatywnych innowacji produktowych, wyniki uczestników poprawiły się aż o 40%. Jednak w zadaniach związanych z rozwiązywaniem problemów biznesowych wydajność spadła o 23%, co wskazuje, że największy potencjał tkwi w uzupełnieniu ludzkiej inteligencji o AI. To pokazuje, że "niektórzy skorzystają więcej niż inni". Te działania, które zawierają więcej obszarów związanych z postępami dokonanymi przez sztuczną inteligencję, mogą już odnieść korzyści.

Zidentyfikowanie tych branż i firm, w których działalność jest najbardziej wzbogacona przez generatywną AI, to tak naprawdę identyfikacja tych, które mogą mieć największy potencjał do zwiększenia zysków i przyczynienia się do wzrostu gospodarczego. Najnowsze prognozy McKinsey ⁽¹⁾ wskazują na znaczący wpływ na następujące sektory:

High-Tech

Przychody mogą wzrosnąć od 4,8% do 9,3% (240 mld USD do 460 mld USD).

Banki, Farmacja i Wyroby medyczne

Branże te mogą skorzystać na większej wydajności operacyjnej i innowacyjności, a ich przychody mogą wzrosnąć o ponad 4%.

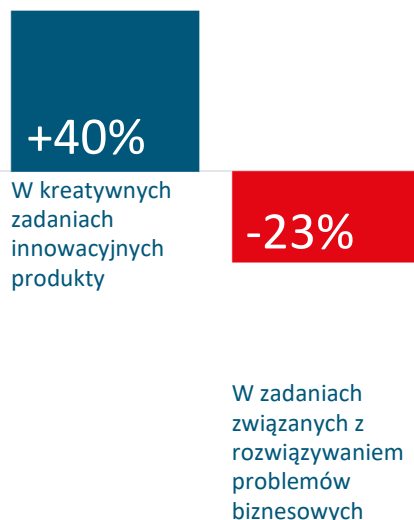
Edukacja

Oczekuje się, że personalizowane rozwiązania edukacyjne i tworzenie treści będą napędzać wzrost sektora, z potencjałem zwiększenia przychodów branży o ponad 2%.

Roczny wkład generatywnej AI 2.0 w globalny PKB według McKinsey



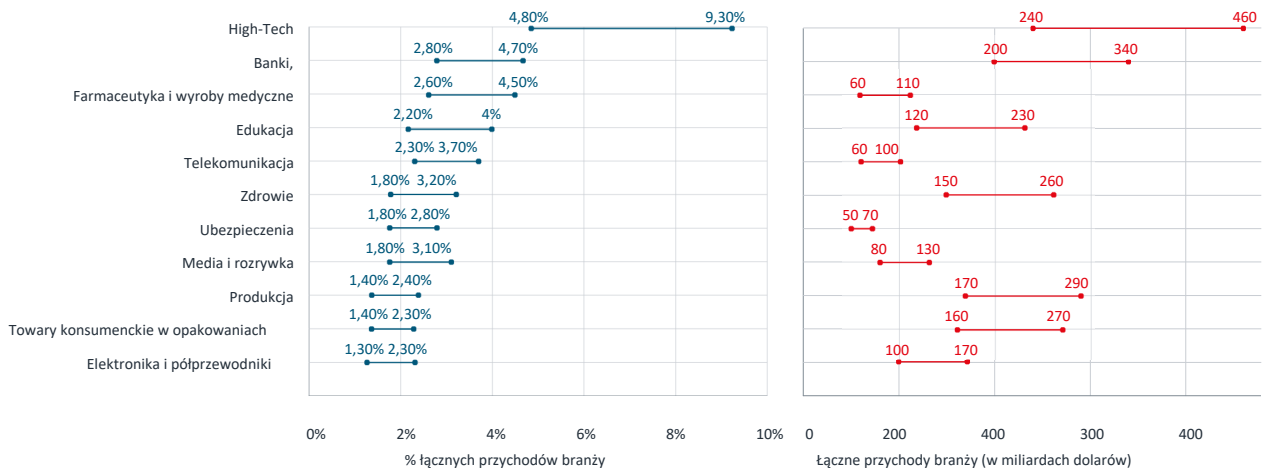
Wyniki uczestników przy użyciu GPT-4



(1) McKinsey & Company. Potencjał ekonomiczny generatywnej sztucznej inteligencji: kolejna granica produktywności. Czerwiec 2023 r. (2) AI Index Report 2024 przygotowany przez Uniwersytet Stanforda. (3) Jak ludzie mogą tworzyć i niszczyć wartość dzięki generatywnej sztucznej inteligencji. BCG, 2023 r.

Oczekiwany wpływ generatywnej AI na przychody według branży

Źródło: McKinsey & Company, raport 2024 AI Index



Generatywna AI może również przyczynić się do sprostania wyzwaniom demograficznym poprzez poprawę produktywności w gospodarkach o starzejących się populacjach i kurczącej się sile roboczej. Kraje rozwinięte z gospodarkami zorientowanymi na usługi prawdopodobnie doświadczą największego wzrostu PKB. Jednocześnie wiele krajów G7 nadal migruje z przemysłu do usług, lepiej pozycjonując się na to, aby skorzystać z generatywnej AI.

Ten sukces nie jest pozbawiony potencjalnych pułapek, w tym kosztów, regulacji, wpływu na środowisko i ograniczeń danych wykorzystywanych do szkolenia modeli. Tempo rozwoju i wdrażania generatywnej AI w ekosystemie będzie musiało nadążać za możliwościami branż, które ją produkują i wykorzystują.

Identyfikacja możliwości inwestycyjnych w szerszym ekosystemie generatywnej AI musi odbywać się w holistycznych ramach, które pozwolą inwestorom zająć strategiczną pozycję w tym transformacyjnym trendzie w horyzoncie innym niż krótkoterminowy.

Scenariusz na 2025 r. wymaga aktywnego i zdywersyfikowanego zarządzania, dostosowanego do środowiska o niskiej zmienności, które preferuje strategie oparte na instrumentach pochodnych w celu zrównoważenia ryzyka i wykorzystania okazji. Jesteśmy gotowi do poruszania się po tym krajobrazie dzięki świadomym decyzjom i strategicznej wizji.

Trend strukturalny w zarządzaniu aktywami: Rynki niepubliczne

Włączenie rynków niepublicznych do portfeli wzmacnia stosunek ryzyka do zysku, oferując naszym klientom przewagę konkurencyjną. Demokracja tych aktywów, napędzana przez innowacje finansowe, bardziej dostępne ramy regulacyjne, większą przejrzystość i edukację finansową, rozszerza ich zasięg poza sferę instytucjonalną na bardziej zróżnicowaną bazę inwestorów.

Na rynkach niepublicznych preferujemy nieruchomości jako aktywa o długim czasie trwania i powtarzalnym dochodzie, co w normalnym środowisku stóp procentowych powinno przynieść korzyści. W sektorze nieruchomości szczególnie faworyzujemy segment tzw. co-living. Ten model, który maksymalizuje przychody przy niskich kosztach operacyjnych, jest idealny dla młodych ludzi i cyfrowych nomadów w drogich miastach.



Źródło: Preqin

01

Przegląd



Globalny scenariusz inwestycyjny



Delfina Pérez,
CIIA Head of Markets
 Strategy w SAM



Luiz Felix, PhD
 Global Head of Asset
 Allocation w SAM

W ostatnich latach globalna gospodarka i rynki finansowe stanęły w obliczu szeregu przełomowych wydarzeń, które wyniosły nas na wzburzone morze - nieznanie scenariusze wypełnione niepewnością. Gdy strefa euro żyła z anomalią ujemnych stóp procentowych, świat stanął w obliczu bezprecedensowego kryzysu zdrowotnego, który wymagał nadzwyczajnych środków monetarnych i fiskalnych oraz doprowadził do zakłócenia łańcuchów dostaw. Później nastąpił szok inflacyjny, który wymagał zacieśnienia polityki pieniężnej na skalę nie widzianą od lat 70-tych. Widoczność była ograniczona, a strategiczne decyzje podejmowano ostrożnie, starając się utrzymać kurs, często go korygując.

Obecnie zmierzamy w kierunku bardziej znormalizowanego otoczenia bardziej przejrzystymi perspektywami. Ten scenariusz pozwala nam przyjąć strategię inwestycyjną o dłuższym horyzoncie czasowym i podejmować decyzje, w których fundamenty zajmują centralne miejsce i ponownie są kompasem do osiągnięcia celów w zakresie stóp zwrotu i ryzyka.

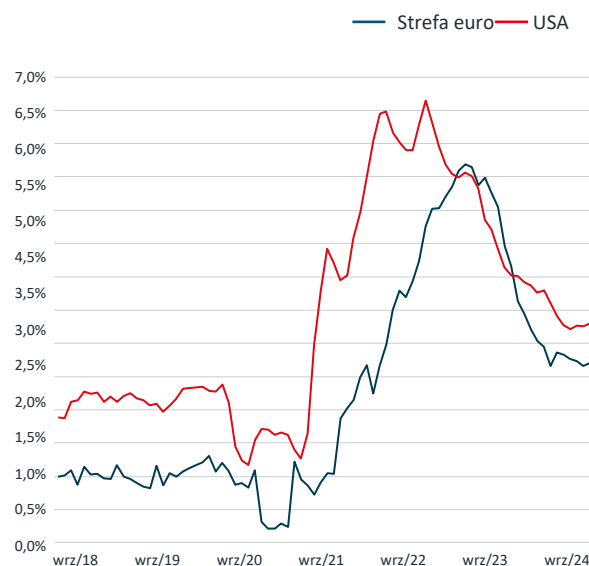
Scenariusz inwestycyjny, którego oczekujemy na 2025 r., opiera się na solidnym globalnym wzroście gospodarczym na poziomie około 3%, z dobrymi podstawami w dwóch filarach PKB, konsumpcji i inwestycjach. Jednocześnie uważamy, że inflacja w głównych krajach rozwiniętych będzie nadal spadać w kierunku celów banków centralnych, na ścieżce, którą już w dużej mierze przebyły i która pozwoliła im rozpocząć normalizację poziomu stóp procentowych w 2024 roku. Oczekujemy, że stopy będą nadal spadać w 2025 r. do bardziej neutralnego terytorium, a następnie zatrzymają się.

Połączenie solidnego i stabilnego wzrostu oraz mniej restrykcyjnej polityki pieniężnej tworzy bardzo korzystny scenariusz inwestycyjny, a w szczególności dla strategii faworyzujących aktywa ryzykowne, zarówno akcje, jak i obligacje korporacyjne. Uważamy, że portfele powinny być budowane w oparciu o dywersyfikację: wszystkie globalne aktywa mogą zapewnić dodatnie stopy zwrotu w średnim okresie. Ryzykowne aktywa mają wyższy potencjał wzrostu, podczas gdy aktywa

**Zrównoważony
 globalny wzrost i
 umiarkowana
 inflacja wspierają
 inwestycje w
 aktywa ryzykowne**

Zmiany inflacji bazowej w USA i strefie euro

Źródło: Datastream i Santander AM



Odsetek głównych banków centralnych*, które obniżają stopy procentowe

Źródło: LSEG Datastream i Santander AM



* Australia, Brazylia, Kanada, Chiny, Chile, Kolumbia, Czechy, Dania, strefa euro, Indonezja, Indie, Japonia, Nowa Zelandia, Norwegia, Polska, Rosja, RPA, Szwecja, Szwajcaria, Turcja, Wielka Brytania, USA.

Defensywne zapewnią większą stabilność dla portfela. Dostosowanie dywersyfikacji do profilu ryzyka inwestora określi wielkość ekspozycji na różne rodzaje aktywów

W naszym scenariuszu inwestycyjnym zyski przedsiębiorstw będą rosły w atrakcyjnym tempie. Dla indeksu S&P500 spodziewamy się około 12%, powyżej średniej historycznej, a dla europejskiego indeksu Stoxx600 8%, nieco poniżej średniej historycznej. Na rynkach wschodzących nasze szacunki wskazują na wzrost zysków o 14,5%, powyżej średniej z ostatnich dwudziestu lat.

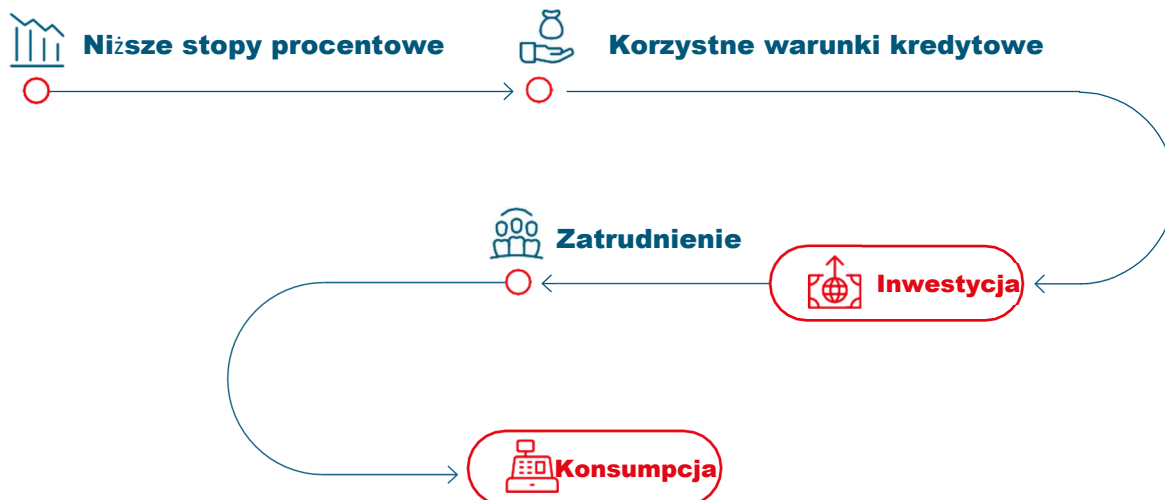
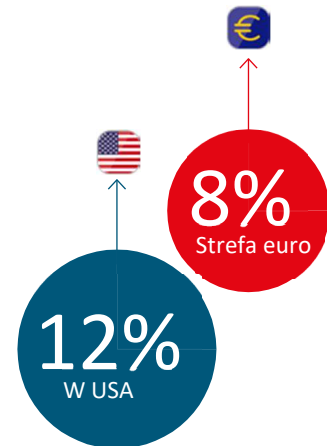
Czynnikiem wyróżniającym w 2025 r. jest to, że spodziewamy się znacznego wzrostu liczby spółek w USA przyczyniających się do generowania zysków. W 2024 r. wzrost zysków w S&P500 koncentrował się głównie na tak zwanych "siedmiu wspaniałych"*. Obecne otoczenie sprzyja bardziej cyklicznym sektorom i rynkom, - tym z wyższą dźwignią finansową i większą wrażliwością na stopy procentowe - co również przyczyni się do generowania zysków.

Spadające stopy procentowe i wzrost gospodarczy tłumaczą również, naszym zdaniem, wyceny giełdowe, które niektórzy inwestorzy uważają za zbyt wymagające. Historycznie rzecz biorąc, w fazach wzrostu gospodarczego wyceny stopniowo rosną powyżej średniej, odzwierciedlając spadek premii za ryzyko. Z wyjątkiem dużych spółek technologicznych, wyceny reszty rynku oscylują wokół historycznych średnich, co daje im dodatkowy potencjał wzrostowy.

Oczekujemy, że spółki technologiczne będą nadal generować ponadprzeciętne zyski i marże. AI jest niepowstrzymanym, przekrojowym i transformacyjnym trendem, który jest już rzeczywistością i daje nam pewność, że możemy oszacować ciągłość generowania zysków przez sektor i uzasadnić jego wyceny. Trend ten będzie również korzystny dla firm i sektorów, które przyjmują generatywną AI 2.0 w celu usprawnienia procesów produkcyjnych i wzbogacenia swoich modeli biznesowych.

Silne fundamenty w sektorze przedsiębiorstw są wzmacniane przez coraz korzystniejsze warunki finansowe i kredytowe, co znajduje odzwierciedlenie w tendencji spadkowej wskaźników upadłości. Globalny wzrost gospodarczy, silne bilanse spółek i historycznie atrakcyjne rentowności wyjaśniają wysoki popyt na obligacje korporacyjne, który naszym zdaniem utrzyma się, a także fakt, że spready kredytowe są na najniższych poziomach w ostatnich latach. Nasza pozytywna opinia na temat długu korporacyjnego opiera się na atrakcyjności obecnych rentowności, które naszym zdaniem utrzymają się na tych poziomach, zapewniając powtarzalne stopy zwrotu z portfeli.

Spodziewamy się silnego wzrostu zysków korporacyjnych w 2025 r.



* Siedmiu wspaniałych to: Alphabet, Amazon, Apple, Microsoft, Meta, NVIDIA i Tesla.

W przypadku obligacji skarbowych również obserwujemy stabilność ich rentowności, ponieważ rynki zdyskontowały już większość obniżek stóp procentowych w obecnym cyklu spadkowym Fed i EBC. Oczekiwana stopa zwrotu z aktywów byłaby zatem zbliżona do obecnych rentowności. Po latach, w których korelacja między obligacjami a rynkiem akcji była "nienaturalnie" dodatnia, dług skarbowy odzyskał swoją rolę stabilizatora i bezpiecznej przystani w portfelach.

Nasz scenariusz inwestycyjny nie jest pozbawiony ryzyka, które zidentyfikowaliśmy i aktywnie monitorujemy. Jeśli chodzi o gospodarkę, siła wzrostu może być większa niż oczekiwano, co wpłynie na nasze oczekiwania dotyczące banków centralnych i stóp procentowych. Przeciwnie, słabnące gospodarki mogą skupić się na zyskach przedsiębiorstw i wycenach ryzykownych aktywów. Te alternatywne scenariusze mogą być napędzane zarówno przez czynniki czysto ekonomiczne, jak i geopolityczne, wśród których kluczową rolę odgrywa nowa administracja Trumpa w USA z republikańską większością w Kongresie. Jego główne decyzje będą koncentrować się na obniżkach podatków, podwyżkach ceł i kontroli imigracji.

Na chwilę obecną i w oczekiwaniu na szczegółowe informacje odnośnie tych obszarów, nasza analiza wskazuje, że nie oznaczają one znaczącej zmiany fundamentów, na których opiera się nasza strategia inwestycyjna. Można jednak oczekiwać, że dolar amerykański umocni się w stosunku do głównych walut i weźmiemy ten trend pod uwagę przy korektach ekspozycji geograficznej inwestycji.

W perspektywie 2025 r. postępująca normalizacja gospodarek i rynków zapewnia jaśniejszy i bardziej przewidywalny scenariusz niż w poprzednich latach. Pilotowanie tej normalizacji wymaga aktywnej i ciągłej polityki zarządzania. Nasza strategia koncentruje się na wykorzystaniu tego bardziej stabilnego środowiska, ściśle monitorując ryzyko, aby szybko dostosować się do wszelkich zmian w procesie normalizacji.

Otoczenie sprzyja inwestycjom w aktywa *carry*.

2,35%

rentowność niemieckich 10-letnich obligacji skarbowych

5,20%

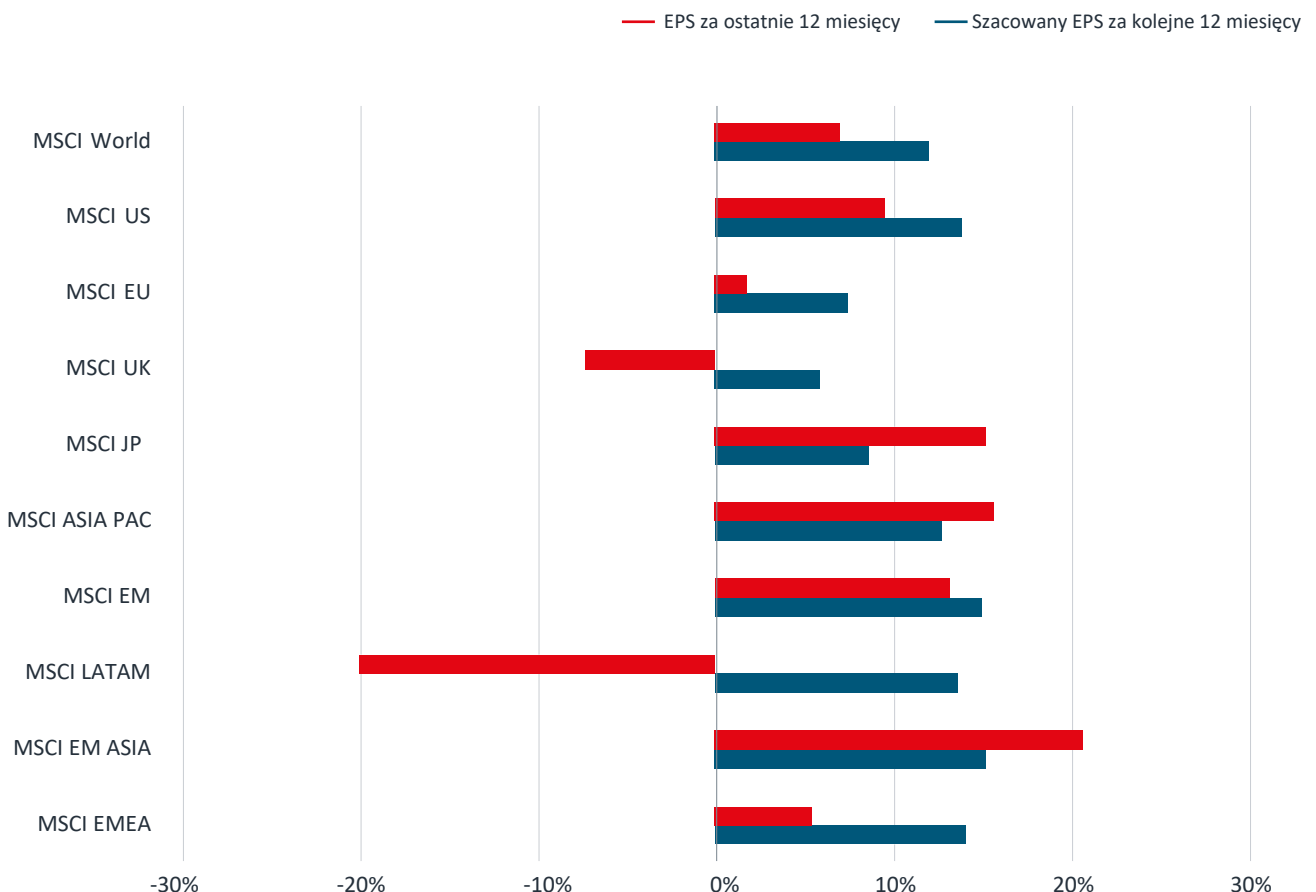
Rentowność indeksu ICE BofA US Corporate USD

6,80%

Rentowność indeksu ICE BofA Global High Yield USD

Zyski przedsiębiorstw: poszerzenie spektrum według rynku i sektora

Źródło: LSEG Datastream i Santander AM



Scenariusz inwestycyjny

Scenariusz centralny Alternatywne scenariusze



Miękkie lądowanie i banki centralne obniżające stopy procentowe do poziomu neutralnego (środkowa faza cyklu gospodarczego).

Nasz bazowy scenariusz inwestycyjny opiera się na wydłużeniu cyklu gospodarczego. Oczekuje się, że globalny wzrost gospodarczy wyniesie około 3%, wraz z konwergencją głównych gospodarek i stopniowym powrotem inflacji do poziomów bardziej zgodnych z celami banków centralnych. Wciąż trwa proces normalizacji stóp procentowych w kierunku bardziej neutralnych poziomów. Oczekiwane stopy zwrotu w tym scenariuszu są generalnie dodatnie dla wszystkich klas aktywów. Ogólny poziom był wyższy dla akcji i obligacji korporacyjnych. Polityka nowej administracji Trumpa nie stanowi istotnej zmiany w scenariuszu.

Silne rynki i gospodarki. Banki centralne luzują politykę ale wciąż są restrykcyjne (późny etap cyklu)

Ten alternatywny scenariusz inwestycyjny przewiduje pozytywne zaskoczenia na rynkach i w gospodarkach, dając większy potencjał stóp zwrotu ryzykownym aktywom. Reakcja banków centralnych przybiera formę mniejszej liczby obniżek stóp procentowych, a polityka pieniężna utrzymana zostaje na restrykcyjnym poziomie. Polityka amerykańskiej administracji pod rządami Republikanów stanowi dodatkowe wsparcie dla procyklicznych nastrojów gospodarek i rynków. Scenariusz ten faworyzuje aktywa ryzykowne w stosunku do aktywów o stałym dochodzie.

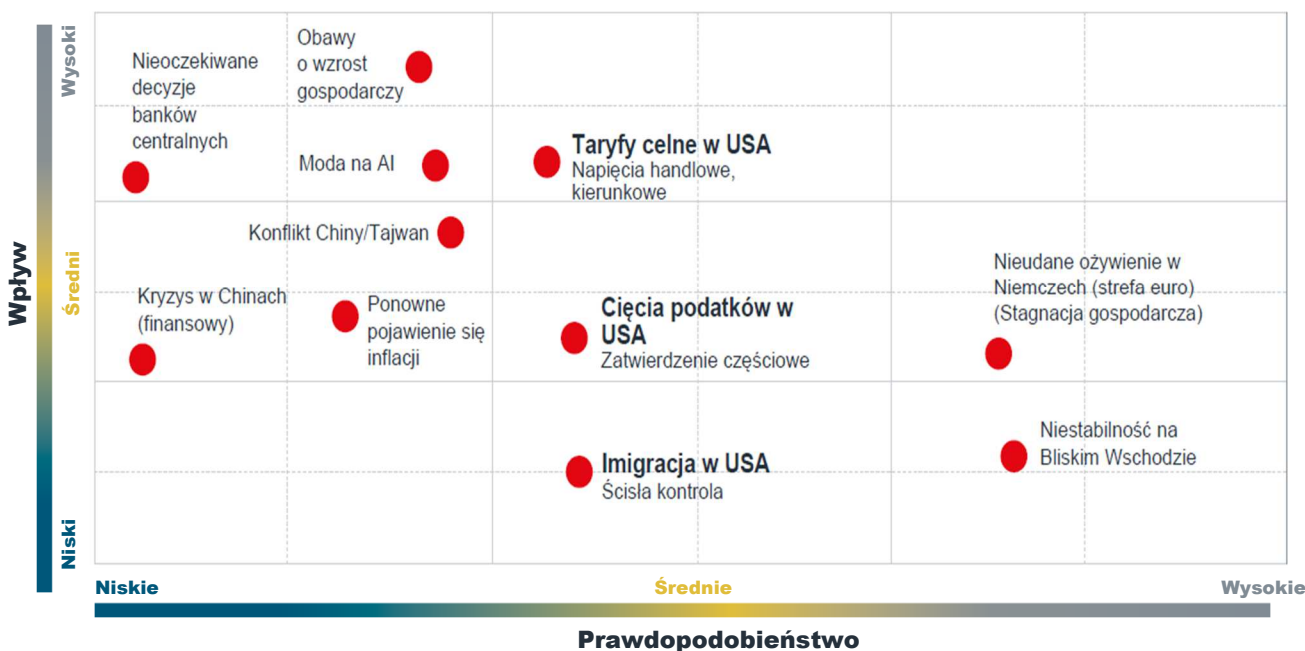
Polityka handlowa USA wyrzaca globalny wzrost gospodarczy

Scenariusz ten obejmuje materializację potencjalnych negatywnych skutków polityki handlowej nowej administracji USA. Wprowadzenie wysokich ceł lub nawet groźba ich wprowadzenia, na import do USA, może przełożyć się na gwałtowne rewizje w dół wzrostu gospodarczego, wyższą inflację i zwiększoną niepewność, co miałyby negatywny wpływ na globalne aktywa ryzykowne, zwłaszcza aktywa spoza USA. Rentowności instrumentów o stałym dochodzie denominowanych w dolarach mogą wzrosnąć z powodu wyższych oczekiwań inflacyjnych.

Twarde lądowanie i akomodacyjne banki centralne (recesja)

Scenariusz ten odzwierciedla postępujące spowolnienie gospodarcze na poziomie globalnym ze względu na słabość zarówno konsumpcji, jak i inwestycji. Banki centralne przyspieszyłyby tempo obniżek stóp procentowych, aby pobudzić popyt i tym samym uniknąć recesji. Scenariusz ten jest korzystny dla aktywów o niższym ryzyku, takich jak obligacje skarbowe.

Mapa ryzyka



Globalny scenariusz makroekonomiczny



Agustin Carles, CFA
Head of Global Macro at SAM



W miarę zbliżania się końca roku spodziewamy się, że wzrost PKB Stanów Zjednoczonych w 2024 r. wyniesie około 2,7%, co będzie oznaczać trzeci rok z rzędu, gdy wskaźnik ten jest blisko poziomu 3%, a zatem powyżej szacowanego potencjału na poziomie około 2%.

Pomimo ostatnich lat wzrostu powyżej potencjału, uważamy, że cykl nie jest jeszcze bliski końca. Wręcz przeciwnie, przy braku znaczących *wstrząsów* zewnętrznych, ten ekspansywny cykl powinien trwać do 2025 r., choć przy nieco bardziej umiarkowanym wzroście PKB niż w ostatnich trzech latach.

Uważamy, że cykl tak naprawdę się nie wyczerpał, głównie dlatego, że jak pokazują średnioterminowe wskaźniki, takie jak stopa oszczędności gospodarstw domowych lub udział w zyskach przedsiębiorstw niefinansowych, sytuacja finansowa zarówno tych pierwszych, jak i drugich jest nadal dość zdrowa. Wyjaśnia to, dlaczego warunki kredytowe stosowane przez banki w obu sektorach uległy złagodzeniu, zwłaszcza odkąd Fed zakończył proces podwyżek stóp procentowych pod koniec 2023 roku.

W tym kontekście zdrowego sektora prywatnego i warunków kredytowych, które prawdopodobnie będą nadal łagodzone, uważamy, że inwestycje biznesowe będą rosły w rozsądnym tempie, wspierając tym samym zatrudnienie, a poprzez to także konsumpcję prywatną. W związku z tym szacujemy wzrost PKB w 2025 r. na poziomie 2,2%, czyli zbliżonym do potencjalnego, ale niższym niż w ostatnich trzech latach, ponieważ niektóre czynniki jednorazowe (zwłaszcza imigracja) przestaną odgrywać rolę, jaką odgrywały od 2022 r.

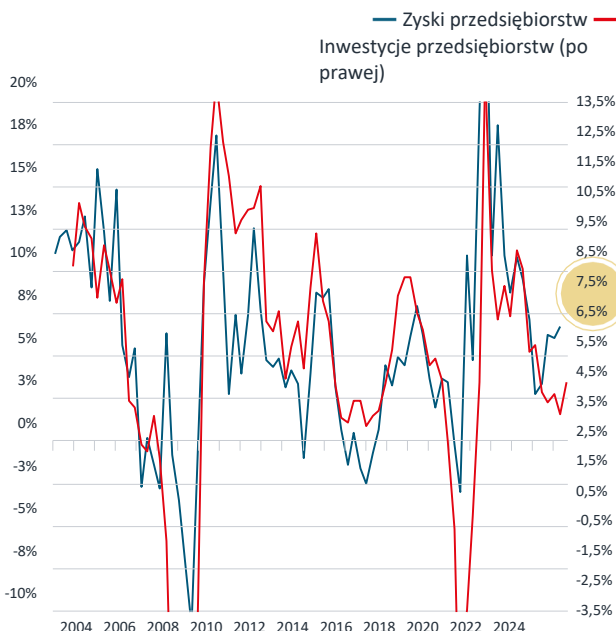
Scenariusz bazowy na 2025 r.:

PKB
2,2%

Docelowe stopy procentowe Fed
funds na poziomie
3,50% - 3,75%

USA: Inwestycje biznesowe i zysk operacyjny brutto przedsiębiorstw niefinansowych (r/r)

Źródło: Bloomberg i Santander AM



USA: poprawiające się warunki kredytowe wspierają inwestycje biznesowe

Źródło: Bloomberg i Santander AM



Jeśli chodzi o inflację, przy braku znaczących *wstrząsów* zewnętrznych uważamy, że inflacja bazowa (tj. ta istotna dla Fed) będzie kontynuować trend spadkowy, w którym znajduje się od dwóch lat. Uważamy, że obecny wzrost konsumpcji prywatnej (rozsądny, ale nie wysoki), wraz z brakiem ograniczeń podaży, pozwoli na dalszy spadek inflacji bazowej z obecnych 3,3% rok do roku do poziomu ok. 2,5% do połowy 2025 r. i bliżej 2% do końca roku.

Środowisko wzrostu PKB na poziomie zbliżonym do potencjalnego i inflacji zmierzającej stopniowo do 2% celu Fed prawdopodobnie utrzyma ścieżkę obniżek stóp procentowych, które naszym zdaniem będą wynosić 25 punktów bazowych, niemniej jednak nie na każdym posiedzeniu. To prawda, że Fed rozpocznie od pierwszej obniżki o 50 punktów bazowych we wrześniu, ale uważamy, że środowisko wzrostu jest wystarczająco solidne, aby nie wymagały silnego i szybkiego poluzowania polityki pieniężnej. W związku z tym uważamy, że stopy Fed ostatecznie ustabilizują się w drugiej połowie 2025 r. na poziomie około 3,5%/3,75%.

Propozycje wyborcze Trumpa

Jakiego rodzaju *wstrząsy* mogłyby zmienić ten główny scenariusz? Według nas najbardziej znaczące byłoby niewątpliwie przyjęcie przez nową administrację USA destrukcyjnej polityki na rzecz wzrostu i/lub inflacji.

Nie wiadomo jeszcze, jakie konkretne rozwiązania zostaną ostatecznie wdrożone, ale te ogłoszone w kampanii wyborczej, w obecnej formie, wpłynęłyby na nasz główny scenariusz. Trzy rodzaje środków mogą mieć znaczący wpływ nie tylko w USA, ale także na cały świat: obniżki podatków, ograniczenia imigracyjne i wyższe cła. Co więcej, ostateczny wpływ na wzrost gospodarczy i inflację jest różny dla każdej miary, co sprawia, że łączny efekt wszystkich trzech a priori jest niepewny.

Ekspansja fiskalna



wzrost
gospodarczy inflacja

Niższa imigracja



wzrost
gospodarczy inflacja

Podwyżki cel

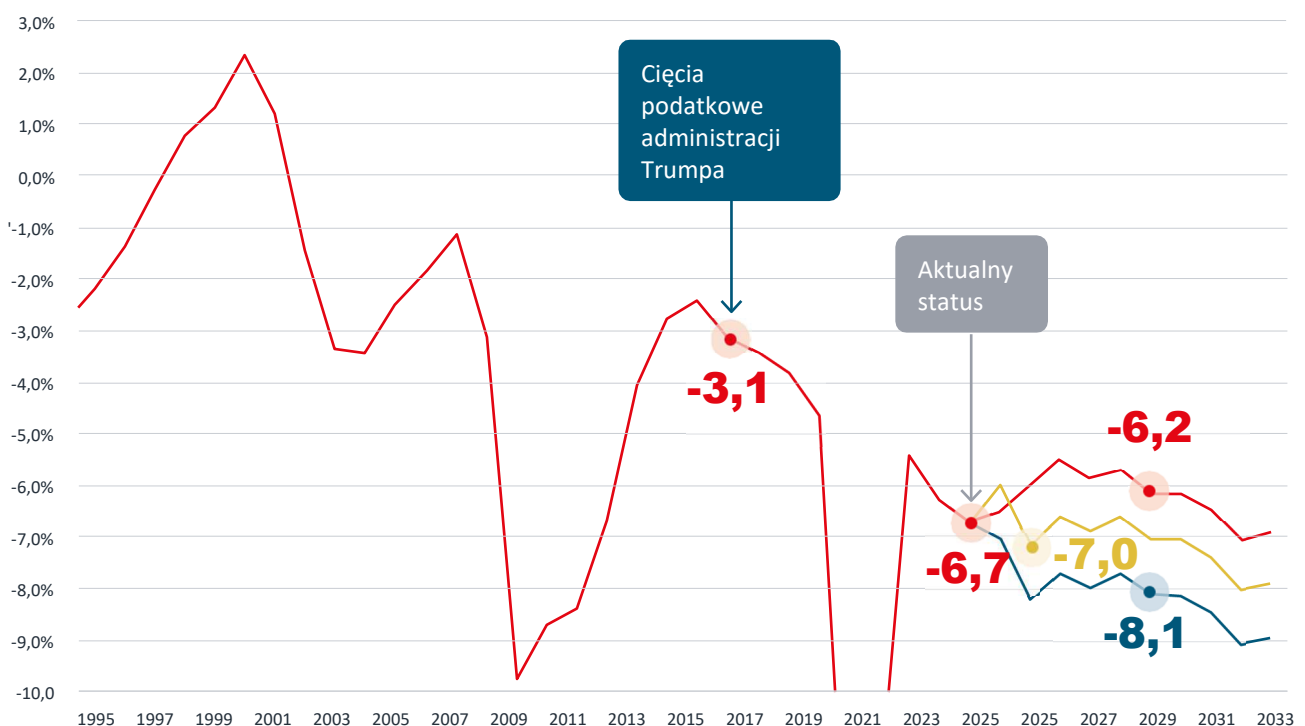


wzrost
gospodarczy inflacja

Deficyt USA jako % PKB: scenariusz bazowy Kongresowego Biura Budżetu USA (CBO) kontra alternatywne scenariusze w świetle możliwych działań administracji Trumpa.

Źródło: CBO, Bloomberg i Santander AM

— CBO: obecne ustawodawstwo — Rozszerzenie cięć + nowe cięcia + podwyżki cel — Przedłużenie cięć + nowe cięcia



Po pierwsze, wśród środków fiskalnych znajduje się przede wszystkim ewentualne przedłużenie obniżek podatków z 2017 r., które wygasają w 2025 r., a także wdrożenie nowych cięć. W sumie wyniosłyby one 2% PKB, co byłoby pozytywne dla wzrostu, ale oczywiście negatywne dla deficytu budżetowego. Dodając potencjalny wpływ tego pakietu fiskalnego do obecnych prognoz Kongresowe Biuro Budżetu USA (CBO), deficyt publiczny ostatecznie ustabilizowałby się na poziomie około 8% PKB w nadchodzących latach, czyli nadzwyczaj wysokim poziomie.

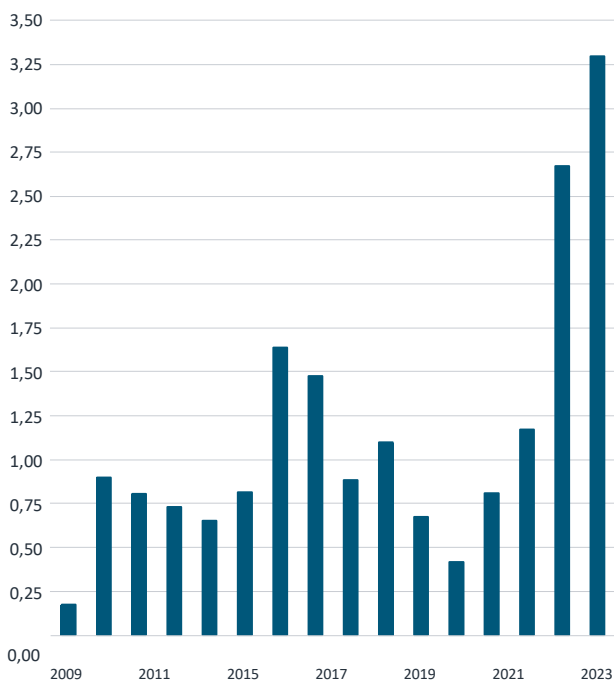
Po drugie, środki ograniczające imigrację miałyby odwrotny skutek do ekspansywnej polityki fiskalnej: niższy wzrost i niższą inflację. Silna imigracja od 2022 r. była kluczowym czynnikiem wzrostu PKB o blisko 3% w ciągu ostatnich trzech lat. Istnieją jednak oznaki, że imigracja spowolniła w ostatnich miesiącach, co prawdopodobnie zostanie zaakcentowane, jeśli rzeczywiście zostaną podjęte dodatkowe środki ograniczające. Jest to właśnie jeden z głównych powodów, dla których uważamy, że wzrost PKB nie utrzyma się już na poziomie około 3%, ale bliżej 2%.

Wreszcie, trzecim i najważniejszym środkiem pod względem możliwego wpływu na wzrost jest niewątpliwie spodziewany gwałtowny wzrost ceł importowych: z obecnych 2% Trump zapowiedział podwyżki do 60% dla Chin i 20% dla reszty świata. Stawki te były niespotykane w Stanach Zjednoczonych i na całym świecie przez wiele dziesięcioleci.

W tak zwanej "wojnie handlowej" z lat 2018-19 cła wzrosły z początkowych 1,5% do zaledwie 3%, choć Trump groził ich podniesieniem do około 10%. Ten ostatni niewielki wzrost (lub być może groźba 10%) wystarczył, aby spowodować gwałtowny spadek zarówno globalnego zaufania biznesowego (w tym, nieco później, amerykańskiego), jak i globalnego wzrostu handlu. Jeśli obecnie rozważane są jeszcze wyższe podwyżki, zrozumiałe jest, dlaczego to właśnie te środki stanowią największe ryzyko dla naszego scenariusza globalnego wzrostu, w tym dla Stanów Zjednoczonych.

Imigracja netto szacowana przez Kongresowe Biuro Budżetu USA (miliony osób)

Źródło: CBO i Santander AM



Faktycznie pobrane cła jako udział w imporcie

Źródło: Bloomberg i Santander AM



€ Strefa euro

Po pięciu kwartałach stagnacji, gospodarka strefy euro w końcu zaczęła odnotowywać dodatnie stopy wzrostu PKB na początku 2024 r., zaskakując nawet kwartalnym wzrostem o 0,4% (około 1,5% w ujęciu zannualizowanym) w trzecim kwartale roku. Pomimo tego, wskaźniki zaufania przedsiębiorstw, które poprawiały się w pierwszej części roku, pogorszyły się w ostatnich miesiącach do tego stopnia, że wzrost PKB jest ponownie bliski zera, a nawet wyraźnie ujemny w niektórych krajach, zwłaszcza w Niemczech.

Biorąc pod uwagę te ostatnie mieszane sygnały, jaki scenariusz widzimy jako najbardziej prawdopodobny dla strefy euro w 2025 roku? Uważamy, że pomimo niedawnego spadku zaufania przedsiębiorstw, istnieją podstawy wskazujące na zdecydowane ożywienie wzrostu PKB do poziomu 0,3%/0,4% kwartalnie w ciągu 2025 roku. Wśród nich wyróżniamy dwa: po pierwsze, złagodzenie w 2024 r. warunków kredytowych strony konsumpcyjnej oraz przedsiębiorstw, zwłaszcza dla kredytów hipotecznych; a po drugie, gwałtowny wzrost realnych dochodów gospodarstw domowych w wyniku mocnego spadku inflacji, co jest wyraźnym czynnikiem wspierającym konsumpcję.

Skąd więc ostatnie pogorszenie zaufania w biznesie? Uważamy, że jest to odzwierciedlenie gwałtownego pogorszenia się zagregowanych zysków przedsiębiorstw (a tym samym inwestycji biznesowych) w gospodarce w ciągu 2024 r., spowodowanego spadkiem marż wywołanych z kolei gwałtownym wzrostem jednostkowych kosztów pracy w kontekście spadającej inflacji.

Ponieważ jednak jednostkowe koszty pracy w końcu zaczęły spadać, uważamy, że w 2025 r. nie będą już stanowić przeszkody dla inwestycji biznesowych. To, wraz z pozytywnymi czynnikami wynikającymi zarówno z realnych dochodów gospodarstw domowych, jak i warunków kredytowych, pomoże skonsolidować silniejsze ożywienie w miarę upływu roku.

Po możliwym słabym wzroście w drugiej połowie 2024 r. i na początku 2025 r., spodziewamy się powrotu do kwartalnych wskaźników na poziomie 0,3%/0,4% w drugiej połowie 2025 r., co pozwoliłoby na ostateczny wzrost PKB w całym 2025 r. o 1,1% wobec 0,7% szacowanych na 2024 r.

Jeśli chodzi o inflację, nie widzimy znaczącego ryzyka wzrostu i uważamy, że inflacja bazowa zakończy 2025 r. na poziomie około 2%, w porównaniu do około 2,8% na koniec 2024 r. W tym środowisku uważamy, że EBC będzie nadal obniżał stopy procentowe w kierunku 2%.

Najbardziej oczywiste ryzyko, jakie widzimy dla tego scenariusza, wynikałoby z przyjęcia bardzo agresywnej polityki celnej w USA, ponieważ miałyby to (podobnie jak w przypadku wojny handlowej w 2018 i 2019 r.) silny wpływ na zaufanie przedsiębiorstw w regionie i na globalny wzrost handlu.

Oczekujemy, że inflacja bazowa i stopa depozytowa EBC wyniosą około 2%.

Strefa euro: konsumpcja gospodarstw domowych i dochód do dyspozycji w ujęciu realnym (wzrost r/r)

Źródło: Bloomberg i Santander AM



Chiny

Chińska gospodarka odnotuje w 2024 r. wzrost PKB o około 4,5% w porównaniu z 5,5% w roku poprzednim, co oznacza podkreślenie trendu umiarkowania, który trwa już prawie piętnaście lat od szczytowego poziomu 11% z 2010 r.

To spowolnienie wzrostu ma charakter strukturalny i można je wytłumaczyć nieuniknionym spowolnieniem inwestycji, które w 2012 r. osiągnęły poziom 45% PKB. Był to rekordowy poziom nie tylko w Chinach, ale także na całym świecie od co najmniej pięćdziesięciu lat.

Chociaż waga ta spada wraz ze spadkiem tempa wzrostu inwestycji, nadal jest zbyt wysoka i wynosi około 42%. W ramach inwestycji, komponent mieszkaniowy (lub ogólnie nieruchomości) wyróżnia się przede wszystkim, o czym świadczy fakt, że stosunek zapasów do sprzedaży jest najwyższy od dziesięciu lat.

Aby złagodzić obecne tempo spadku inwestycji w nieruchomości (około 10%), władze uruchomiły szereg środków stymulacyjnych na koniec 2024 r., zarówno monetarnych (niższe oprocentowanie kredytów hipotecznych, złagodzenie ograniczeń dotyczących zakupu drugiego domu, wsparcie banku centralnego dla finansowania hipotecznego itp.) jak i fiskalnych (wydatki samorządów na zakup domów i terenów, itp.). Chociaż środki te mogą spowolnić obecne tempo spadku w sektorze nieruchomości, nie uważamy, że zmienią one podstawowy trend w chińskiej gospodarce.

Po pierwsze dlatego, że środki stymulacji monetarnej nie są nowe, ale obowiązują już od kilku lat i nie przynoszą prawie żadnych rezultatów, a ponadto dlatego, że zakres działań polityki fiskalnej jest naprawdę ograniczony. Deficyt wynosi obecnie 7% PKB (jeden z najwyższych na świecie), a dług publiczny 80%, co jest jednym z najwyższych poziomów na rynkach wschodzących.

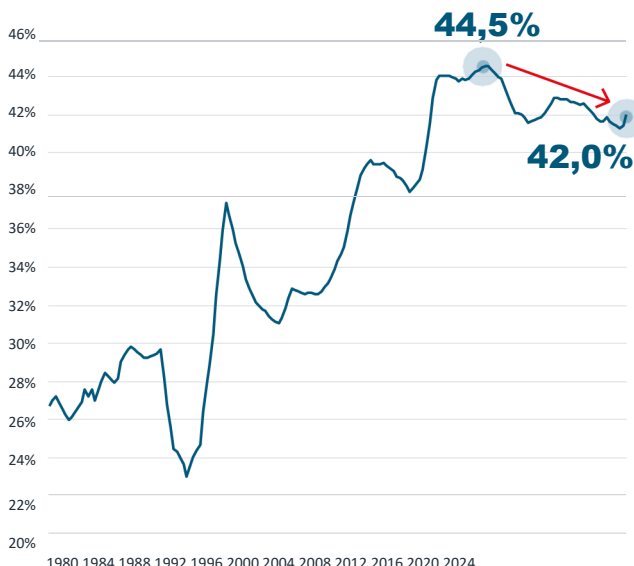
Po drugie, ponieważ środki te są środkami stymulującymi popyt, a jak już wskazaliśmy, podstawowym problemem gospodarki nie jest niedobór popytu, ale nadpodaż inwestycji. Po trzecie, zadłużenie gospodarstw domowych i przedsiębiorstw jest już rekordowo wysokie i należy do najwyższych w krajach wschodzących.

W związku z powyższym uważamy, że pomimo tych środków rok 2025 ponownie będzie rokiem pewnego spowolnienia w porównaniu z rokiem 2024, ale nie przewidujemy twardego lądowania. W szczególności szacujemy wzrost PKB na poziomie 4,4% w porównaniu do 4,5% w 2024 roku. Nie przewidujemy *hard landing*, ponieważ ta nadwyżka inwestycji, choć nadal bardzo znacząca, jest w całości finansowana z oszczędności krajowych, co oznacza, że w przeciwieństwie do większości kryzysów na rynkach wschodzących z ostatnich 30 lat, chińska gospodarka nie jest podatna na ewentualną utratę zaufania inwestorów zagranicznych.

Przeinwestowanie, w szczególności w sektorze nieruchomości, jeszcze bardziej obniży potencjalny wzrost PKB.

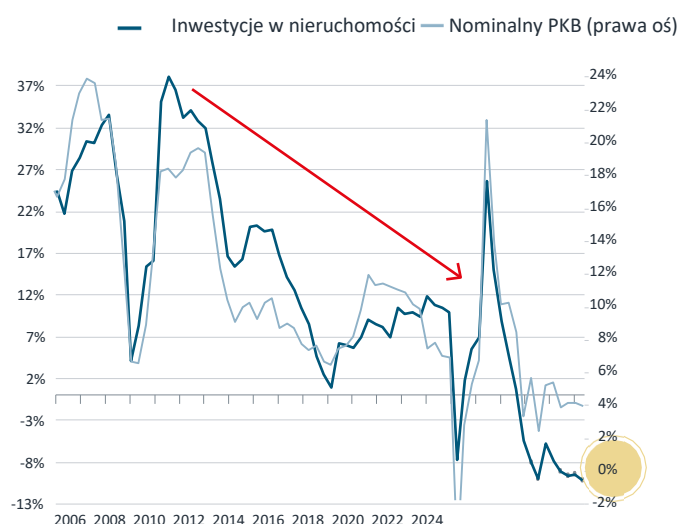
Udział inwestycji w PKB

Źródło: Bloomberg i Santander AM



Wzrost inwestycji w nieruchomości i PKB w ujęciu nominalnym rok do roku

Źródło: Bloomberg i Santander AM



02

Przegląd lokalny



USA

Akcje

Akcje są naszą preferowaną klasą aktywów na 2025 rok. Solidne otoczenie gospodarcze, bardziej neutralna polityka pieniężna i rosnące zyski przedsiębiorstw wspierają ten pozytywny pogląd. Ponadto spółki technologiczne będą nadal generować ponadprzeciętne stopy zwrotu, podczas gdy polityka Trumpa ma napędzać korzystne środowisko z mniejszą regulacją i opodatkowaniem, zwiększając potencjał rynkowy. Dodatkową atrakcyjność mają firmy zbrojeniowe i średniej wielkości firmy zorientowane (*zjawisko reshoring*) na rynek krajowy.



Strefa euro

Obligacje korporacyjne w EUR

W środowisku niskiego wzrostu, stopniowego spowolnienia inflacji i normalizacji oficjalnych stóp procentowych, strategia *carry* pozostaje atrakcyjna, ale musi być połączona z *duration*. Uważamy, że obligacje korporacyjne z ratingiem inwestycyjnym są najlepszym sposobem na osiągnięcie tego celu: atrakcyjniejsze *carry* niż w przypadku instrumentów skarbowych, solidne fundamenty przedsiębiorstw i silny popyt ze strony inwestorów.



Wielka Brytania

Obligacje korporacyjne w GBP

Obligacje korporacyjne z ratingiem inwestycyjnym oferują średnią rentowność powyżej 5,5%. Przy inflacji poniżej celu wynoszącego 2%, oczekiwanym spadku stopy procentowej do 3,75% i trwałym wzroście gospodarczym, kombinacja ryzyka i stopy zwrotu jest wyraźnie atrakcyjna.



Brazylia

Rynek pieniężny

Oficjalna stopa Selic będzie nadal rosta w nadchodzących miesiącach i chociaż cięcia mogą rozpocząć się w drugiej połowie przyszłego roku, poziomy pozostaną stosunkowo wysokie. Do tego dochodzi fakt, że oczekiwana niepewność związana z lokalną polityką fiskalną uniemożliwiłaby bardziej zrównoważony trend w zakresie długoterminowych stóp procentowych, akcji i walut.



Meksyk

Obligacje skarbowe

Naszym najlepszym pomysłem inwestycyjnym na 2025 r. są długoterminowe obligacje skarbowe. Inflacja stopniowo spadała od 2022 r., a obecna polityka pieniężna jest bardzo restrykcyjna, z realną stopą procentową powyżej 5%. Oczekujemy, że cykl cięcia stóp procentowych utrzyma się przez cały rok, faworyzując dłuższe *duration*.



Chile

Obligacje skarbowe i korporacyjne

Obecne poziomy zapewniają dobry punkt wejścia i atrakcyjne *carry* w ujęciu realnym i nominalnym. Dobre bilanse firm, aktywność rosnąca powoli na poziomie około 2%, wraz ze spadającą inflacją, pozwoliłyby na dodatkowe obniżki stóp procentowych w 2025 r., wspierając tę klasę aktywów.



Argentyna

Obligacje skarbowe w dolarach

Preferujemy obligacje skarbowe denominowane w dolarach. Obecne priorytety rządu w zakresie stabilności fiskalnej i sektora zewnętrznego, w połączeniu z nową umową z MFW, utorowałyby drogę do otwarcia międzynarodowego rynku długu, łagodząc obawy przed niewypłacalnością, co doprowadziłoby do spadku premii za ryzyko.

Trump 2.0 przejmuje stery silnej gospodarki USA



Francisco Simón, CFA

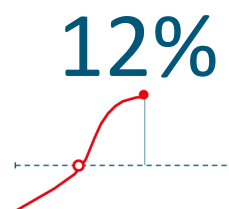
Responsible of Investment Strategy and Asset Allocation w SAM

Scenariusz inwestycyjny w USA na 2025 r. jest korzystny, z solidnym wzrostem i inflacją zbliżającą się do celu Fed. Sprzyja to bardziej ryzykownym aktywom, takim jak akcje i obligacje korporacyjne, choć spodziewamy się dodatnich stóp zwrotu dla wszystkich klas aktywów.

Akcje

Obecne środowisko gospodarcze nadal sprzyja inwestycjom w amerykańskie akcje. Solidna prognoza wzrostu wskazuje na wzrost zysków o 12% spółek z S&P500, powyżej historycznej średniej. Co więcej, polityka pieniężna kontynuuje proces normalizacji, z tendencją do obniżania stóp procentowych w kierunku bardziej neutralnych poziomów, co sprzyja spółkom o wyższej dźwigni finansowej i wrażliwości na cykl gospodarczy. Czynnikiem wyróżniającym w 2025 r. jest to, że spodziewamy się znacznego wzrostu liczby firm w USA, które przyczyniają się do generowania dodatnich zysków. Obecne środowisko sprzyja temu, aby bardziej cykliczne sektory i rynki z wyższą dźwignią finansową i większą wrażliwością na stopy procentowe, również przyczyniały się do wzrostu zysków. Jednocześnie oczekujemy, że spółki technologiczne będą nadal generować zyski i marże powyżej średniej rynkowej. Choć wyceny wydają się wysokie, odzwierciedlają one zarówno siłę tych spółek, jak i obecną dynamikę gospodarczą - czynniki, które naszym zdaniem będą nadal je wspierać i pozytywnie oddziaływać na resztę indeksu. Z drugiej strony, oczekiwane niższe podatki i polityka deregulacji nowej administracji Trumpa byłyby pozytywnym katalizatorem dla rynków akcji, chociaż niepewność wynikająca z protekcjonizmu handlowego może osłabić optymizm w cyklu gospodarczym i osłabić obecne nastroje rynkowe.

Przewidywany wzrost zysków przedsiębiorstw na 2025 r. w USA znajduje się powyżej historycznej średniej.



Instrumenty o stałym dochodzie

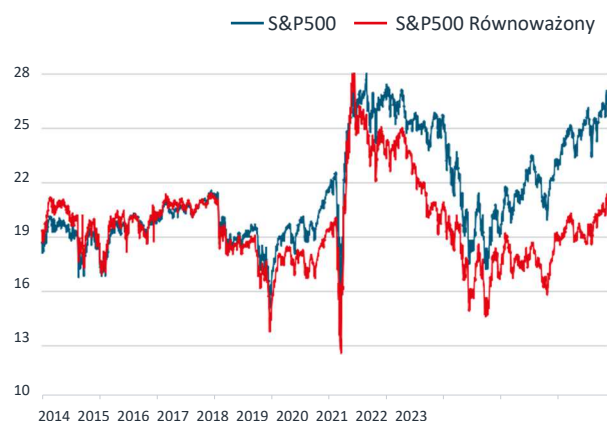
Rynek pieniężny

Proces normalizacji polityki pieniężnej w USA będzie kontynuowany w 2025 r., przesuując stopy Fed w kierunku neutralnych poziomów, które szacujemy na 3,5% - 3,75%. Podczas gdy rynek pieniężny oferuje korzystną kombinację ryzyka i stóp zwrotu, patrząc w przyszłość, wyniki będą coraz słabsze.

Wycena amerykańskiego rynku akcji: wskaźnik P/E

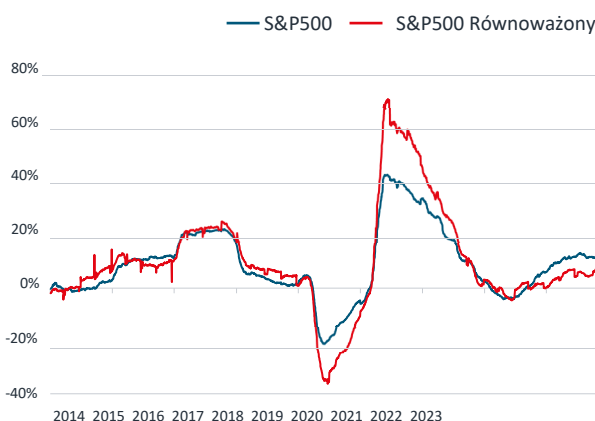
Źródło: Bloomberg i Santander AM

Źródło: Bloomberg i Santander AM



S&P500: Zysk na akcję w ujęciu rok do roku

Źródło: Bloomberg i Santander AM



Obligacje skarbowe

Amerykańskie obligacje skarbowe mają pozytywne perspektywy na 2025 r. Obecne rentowności są atrakcyjne, a rynki już teraz wyceniają koniec cyklu polityki pieniężnej niż kilka miesięcy temu i są bardziej zgodne z naszymi oczekiwaniami dotyczącymi wzrostu i inflacji oraz poglądami Fed. Spodziewamy się kontynuacji wystramiania krzywej obligacji skarbowych, z większymi spadkami rentowności instrumentów krótkoterminowych niż długoterminowych, co sprawia, że wskazane jest wydłużenie duration. Odporność gospodarki i polityka administracji Trumpa mogą doprowadzić do dłuższego procesu normalizacji, utrzymując stopy procentowe na wyższym poziomie przez dłuższy czas, podczas gdy znaczne pogorszenie cyklu może doprowadzić do znacznie niższych rentowności, choć uważamy ten scenariusz za mniej prawdopodobny. W naszym głównym scenariuszu oczekujemy, że rentowności obligacji skarbowych pozostaną zgodne z obecnymi rynkowymi stopami.

Obligacje indeksowane inflacją

Nasze prognozy na rok 2025 są pozytywne. Obecne rentowności w ujęciu realnym są atrakcyjne i spodziewamy się ich stopniowego spadku wraz z tempem normalizacji polityki pieniężnej przez Fed. Tzw. papiery breakeven, znajdują się obecnie na poziomach zbliżonych do historycznej średniej, co może się utrzymać ze względu na dynamikę cyklu gospodarczego i siłę amerykańskiej gospodarki. Ponadto polityka administracji Trumpa, z możliwym nastawieniem inflacyjnym, może utrzymać oczekiwania inflacyjne na podwyższonym poziomie w stosunku do poziomów historycznych, czyniąc je bardziej atrakcyjnymi w stosunku do obligacji w ujęciu nominalnym.

Obligacje korporacyjne

Scenariusz bazowy zakładający wydłużenie cyklu koniunkturalnego, przy wzroście zbliżonym do potencjalnego i polityce pieniężnej przechodzącej od restrykcyjnej do neutralnej, wspiera inwestycje w amerykańskie obligacje korporacyjne. Fundamenty spółek są solidne, z niskimi wskaźnikami upadłości i dostępem do finansowania po atrakcyjnych stawkach, wspieranych przez spready kredytowe w dolnych historycznych percentylach. Łuźniejsza polityka pieniężna Fed przyczynia się również do obniżenia ogólnego kosztu finansowania. Co więcej, wysoki popyt na te aktywa finansowe, napędzany przez rentowności, które pozostają atrakcyjne z perspektywy historycznej, wspiera obecne wyceny, które choć pozornie drogie, są uzasadnione trwającym cyklem, dobrymi fundamentami i zainteresowaniem inwestorów.

Obligacje indeksowane inflacją chroniłyby nas przed wzrostem oczekiwań inflacyjnych w wyniku bardziej inflacyjnej polityki.

Obligacje korporacyjne będą nadal silnie wspierane przez ekspansywny cykl gospodarczy, dobre fundamenty i wysoki popyt ze strony inwestorów.

Waluta

Perspektywy dla dolara amerykańskiego są pozytywne, wspierane przez obecne wysokie poziomy stóp procentowych. Rynek uwzględnił już poziom docelowy polityki Fed na poziomie około 3,5%-3,75%, co sugeruje ograniczone oczekiwania co do przyszłego złagodzenia, pozostawiając stopy procentowe w USA na stosunkowo wysokim poziomie w porównaniu z innymi bankami centralnymi. Co więcej, polityka administracji Trumpa, skoncentrowana na wyższym wzroście gospodarczym Stanów Zjednoczonych w stosunku do reszty świata, sprzyja dolarowi. Środowisko to jest korzystne dla dolara, zwłaszcza w stosunku do walut bardziej podatnych na globalną niepewność polityczną i gospodarki o mniej perspektywicznym wzroście.

10-letnich amerykańskie breakeven

Źródło: Bloomberg i Santander AM



Indeks dolara względem głównych walut (DXY)

Źródło: Bloomberg i Santander AM



Okazje na bazie wyceny i stopy procentowej



Jacobo Ortega, CEFA
Chief Investment Officer at SAM Europe

Akcje

Strefa euro

W ostatnich miesiącach słabe dane o wzroście gospodarczym (głównie z powodu niskich inwestycji biznesowych i wysokich oszczędności sektora prywatnego) w porównaniu z dobrymi wynikami USA, potencjalne wdrożenie nowych tarif handlowych po zwycięstwie Trumpa oraz niestabilność polityczna we Francji i Niemczech były głównymi przeszkodami dla akcji strefy euro w ujęciu porównawczym w stosunku do głównych indeksów globalnych i USA, pomimo utrzymania pozytywnych wyników w ciągu roku.

W środowisku oczekiwanych zysków, które wydają się sięgać dna, a nawet wskazują na prawie dwucyfrowy wzrost w 2025 r., możemy argumentować, że w kategoriach wyceny europejskie akcje znajdują się na historycznym najniższym poziomie w porównaniu z USA. Jeśli jednak ten cykl rynkowy czegoś nas nauczył, to tego, że wycena jest warunkiem koniecznym, ale niewystarczającym. Aby wypełnić tę lukę i poprawić swoje względne wyniki, strefa euro potrzebuje katalizatora, który uwolni jej potencjał.

Ostatecznie uważamy, że rynek utrzymuje stosunkowo niedoważoną pozycję w stosunku do swojej historycznej średniej, dlatego zalecamy utrzymanie ekspozycji na region, faworyzując połączenie podejścia *bottom-up* przy tych papierach wartościowych i sektory, które korzystają zarówno z cyklicznego odbicia, jak i tematów sekularnego wzrostu strukturalnego z tymi, które uzyskują wysokie stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału i wciąż są atrakcyjnie wyceniane.

Niemcy

Niemieckie akcje ucierpiały ostatnio z powodu niepewności na froncie politycznym. Koalicja rządząca rozpadła się i obecnie pojawia się scenariusz wyborów powszechnych w kraju i potencjalnie bardziej procyklicznej polityki fiskalnej. W każdym razie nadchodzące miesiące będą kluczowe dla uzyskania wglądu w rozwój tego scenariusza.

W międzyczasie wycena DAX pozostaje na bardzo rozsądnych poziomach, a rewizje zysków, choć nadal negatywne, zaczynają wykazywać oznaki dna. Niemcy byłyby jednym z największych beneficjentów w przypadku ewentualnego zawieszenia broni na

Rynki europejskie nadal powiększają swoje różnice w wycenie w odniesieniu do innych obszarów geograficznych

Przy ogólnie niskim pozycjonowaniu rynku, uważamy, że pozytywne wiadomości na froncie politycznym, a także na froncie wzrostu gospodarczego, powinny częściowo wypełnić tę lukę.

Indeks IBEX 35: PER

Źródło: Datastream i Santander AM



Ukrainie, które od początku konfliktu szczególnie ucierpiały z powodu rosnących kosztów energii i wpływu na produkcję przemysłową. Uważamy, że niemieckie akcje powinny być dobrze przygotowane do względnej rewaloryzacji, gdy te niepewności znikną, zwłaszcza na froncie politycznym.

Hiszpania

Hiszpańskie akcje są na dobrej drodze do zamknięcia roku doskonałymi wynikami w ujęciu bezwzględnym i względnym, przewyższając większość europejskich indeksów. Wynik ten opiera się na lepszych wynikach finansowych hiszpańskich spółek, choć pod względem wyceny IBEX 35 kontynuuje handel na niskich poziomach w porównaniu z resztą rynków rozwiniętych.

Zbliżając się do 2025 r., uważamy, że przy obecnych mnożnikach i utrzymaniu zarówno rewizji zysków, jak i wzrostu gospodarczego, który nadal przewodzi Europie, IBEX 35 jest dobrze przygotowany do osiągnięcia dobrych wyników w ujęciu bezwzględnym i względnym. W tym sensie ważne będzie kontynuowanie dobrych trendów zysków w sektorach finansowym i energetycznym, które mają dużą wagę w indeksie - to dynamika, którą spodziewamy się utrzymać.

Instrumenty o stałym dochodzie

Rynek pieniężny

W 2025 r. EBC będzie kontynuował ścieżkę obniżek stóp procentowych. Chociaż kierunek jest jasny, niepewność będzie wynikała z tempa cięć (zarówno pod względem częstotliwości, jak i skali) oraz końcowego poziomu dla tego cyklu. W tym scenariuszu nadal uważamy, że stopy zwrotu będą dodatnie, ale poziomy reinwestycji będą dalej spadać. Konserwatywni oszczędzający powinni rozważyć przygotowanie się do tych warunków, wydłużając duration tam, gdzie to możliwe.

Obligacje skarbowe

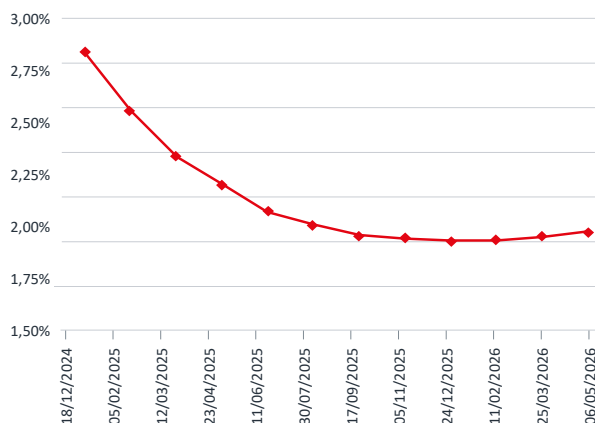
Środowisko z niskimi stopami procentowymi nadal sprzyja inwestycjom w obligacje skarbowe, nawet jeśli znaczna część obniżek jest już zdyskontowana. Preferujemy hiszpańskie obligacje rządowe nad francuskimi ze względu na lepsze dane makro, ewolucję wskaźników zadłużenia i zmiany w bazie inwestorów, podczas gdy Francja nadal stoi w obliczu niepewnej przyszłości politycznej, która potencjalnie utrudnia reformy i może prowadzić do obniżenia ratingu przez agencje.

Wystromienie krzywej rentowności dla okresu 2-20 lat może być kontynuowane w przyszłym roku ze względu na oczekiwane złagodzenie polityki banku centralnego, a także skutki bardziej ekspansywnej polityki fiskalnej w USA, która może mieć większy wpływ na długi koniec krzywej amerykańskich papierów i pośrednio na obligacje ze strefy euro.

Zalecamy podejście do możliwości na rynkach europejskich poprzez łączenie akcji i sektorów, które wykorzystują zarówno cykl, jak i sekularne strukturalne motywy wzrostu (sztuczna inteligencja, transformacja energetyczna, nearshoring, starzenie się populacji i dobrobyt) z tymi, które uzyskują wysokie stopy zwrotu z zaangażowanego kapitału i atrakcyjne wyceny

€STR – kontrakty forward

Źródło: Bloomberg i Santander AM



Nachylenie niemieckiej krzywej dochodowości: okres 2-10 lat

Źródło: Bloomberg i Santander AM



Obligacje indeksowane inflacją

W tym roku obserwowaliśmy stopniowy spadek inflacji w kierunku poziomów docelowych. Ostatni etap walki ze wzrostem cen może być jednak najtrudniejszy do pokonania, przed czym wielokrotnie ostrzegali członkowie EBC. Uważamy, że inwestowanie w obligacje inflacyjne może chronić nas przed scenariuszami rosnącej inflacji, w których radziłyby sobie one lepiej niż obligacje nominalne, bez utraty korzyści z potencjalnych zysków wynikających ze spadku stóp procentowych.

Obligacje korporacyjne

Utrzymujemy pozytywne podejście do tej klasy aktywów. Nie uważamy, aby środowisko umiarkowanego wzrostu gospodarczego znacząco osłabiało zdolność firm do spłaty zadłużenia, które również skorzystają na niższych stopach procentowych. Zwiększony popyt inwestorów na rentowność będzie nadal wspierał napływy do tej klasy aktywów, ograniczając ruchy rozszerzające spread. Wreszcie, gdy krzywe dochodowości zostaną znormalizowane w 2025 r., możemy zobaczyć strategie wydłużania duration w celu znalezienia wyższych rentowności.

Widzimy większą wartość w *obligacjach z ratingiem inwestycyjnym (IG) z Europy* w porównaniu z USA, ponieważ mają one wyższy poziom spreadów w porównaniu z instrumentami skarbowymi, a także krótsze duration i lepsze trendy ratingowe.

Na rynku europejskim gospodarki peryferyjne nadal zyskują na znaczeniu, a podwyżki ratingów państw stopniowo przenoszone są na spółki, co prowadzi do lepszych wyników relatywnych. Uważamy, że trend ten prawdopodobnie utrzyma się w nadchodzącym roku i stanowi względną okazję do rozważenia dla tych, którzy potrafią wybierać między emitentami.

W kontekście spadających stóp procentowych nadal dostrzegamy możliwości zarówno inwestowania w kupony o krótkim terminie zapadalności, jak i wydłużania duration, zakotwicząc dodatnie realne stopy procentowe.

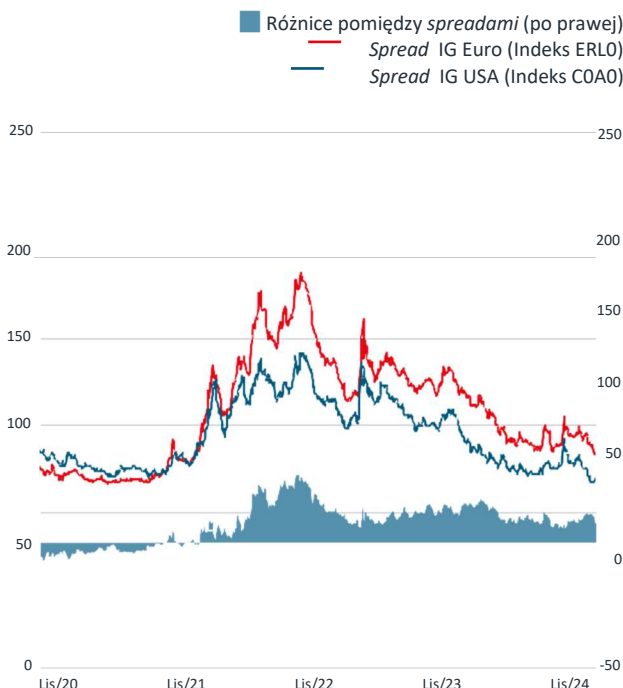
Uważamy, że zarówno obligacje korporacyjne, jak i dług rządowy z rynków peryferyjnych to aktywa, które należy zachować w portfelach

Waluta (eurodolar)

W ciągu ostatnich dwóch lat cena utrzymywała się w wąskim przedziale 1,05-1,12 USD/EUR, odzwierciedlając kierunkową synchronizację ruchów Fed i EBC. Atrakcyjność względnego carry dolara pozwoliła amerykańskiej walucie nadal handlować powyżej jej wartości nominalnej. Wynik wyborów w Stanach Zjednoczonych i oczekiwane działania nowej administracji, w połączeniu z niepewnością polityczną w strefie euro, pchają dolara w kierunku dolnej granicy przedziału. Naszym zdaniem dolar może nadal się umacniać i widzimy zakres referencyjny dla notowania 1,0-1,12 \$/€, podczas gdy nie wykluczamy większej zmienności dla pary w porównaniu z trendem z ostatnich dwóch lat.

Spread kredytowy IG w strefie euro i USA

Źródło: Bloomberg i Santander AM



Ewolucja EUR/USD i 2-letnia różnica stóp między USA a strefą euro

Źródło: Bloomberg i Santander AM



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.

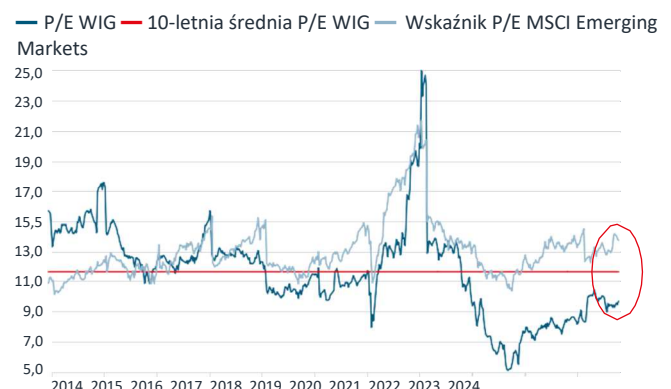
Stopa dywidendy indeksu WIG (%): najwyższa od dekady

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 wznović 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.

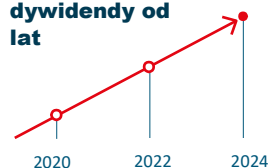
Waluta

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%

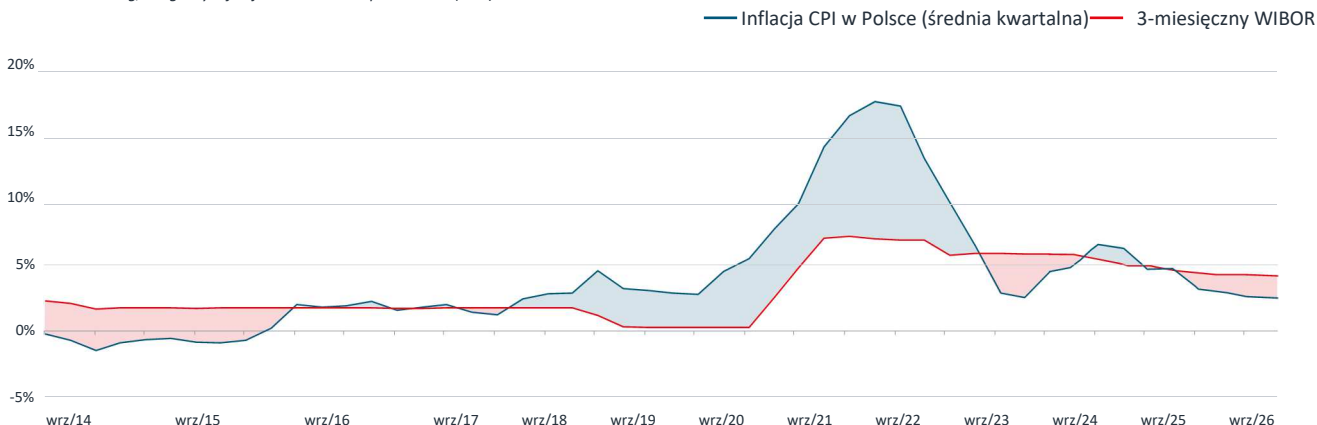
najwyższa stopa dywidendy od lat



Obligacje skarbowe denominowane w walucie lokalnej są, naszym zdaniem, atrakcyjnie wycenione, ponieważ NBP powinien wznović 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)



Wzrost otwiera wszystkie drzwi



James Ind, CFA
Dyrektor inwestycyjny SAM UK

W lipcu ubiegłego roku Wielka Brytania wybrała swój pierwszy centrolewicowy rząd od czternastu lat. Podczas burzliwych rządów konserwatystów, które obejmowały Brexit, pandemię COVID-19 i bezprecedensową inflację, Wielka Brytania zdołała przewyższyć słabą strefę euro pod względem wzrostu. Stało się to kosztem wysokich deficytów budżetowych i rosnącego zadłużenia. Ostatecznie to stagnacja dochodów, wysokie oprocentowanie kredytów hipotecznych i rosnące ceny stały się katalizatorem zmian.

Nowy rząd obiecał, że zmiana ta będzie wynikiem odpowiedzialności fiskalnej i wyższego wzrostu gospodarczego. Kluczowe pytania dla inwestorów krajowych dotyczą tego, jak i czy można to osiągnąć. Ogromne inwestycje w infrastrukturę, reforma usług publicznych i polityka przemysłowa oparta na sztucznej inteligencji to filary strategii wzrostu. Trudności związane z tymi zobowiązaniami już stają się widoczne. Po wykluczeniu dalszego zadłużania się rządu, inwestycje infrastrukturalne zostały sfinansowane przez znacznie wyższe podatki od osób prawnych, co z kolei ogranicza wzrost.

Jak dotąd, pomimo lepszych prognoz wzrostu gospodarczego, brytyjski rynek akcji osiągał gorsze wyniki. Chociaż Bank Anglii zaczął obniżać stopy procentowe z ich 15-letniego maksimum na poziomie 5,25%, nie przeszkodziło to brytyjskim rynkom obligacji w generowaniu najgorszych rentowności w krajach rozwiniętych i zwiększaniu długoterminowych kosztów pożyczek.

Wszystko to oznacza jednak, że rynki brytyjskie oferują coraz bardziej atrakcyjną wartość. Jeśli wartość ta zostanie połączona z oczekiwanym wzrostem gospodarczym, wspomaganym przez silną gospodarkę światową i niższą inflację, długo oczekiwana rewaluacja brytyjskich aktywów może nie być odległą.

Akcje

Na pierwszy rzut oka brytyjski rynek akcji jest obecnie niezwykle tani w porównaniu do swoich międzynarodowych odpowiedników; jego wskaźnik P/E (wartość każdej spółki w stosunku do generowanego przez nią zysku) jest tylko o połowę niższy niż w przypadku amerykańskiego rynku akcji. Należy jednak zauważyć silną koncentrację FTSE 100 na wolniej rosnących i mniej pożądanym sektorach, takich jak ropa naftowa, górnictwo i dobra konsumpcyjne. To jednak tylko częściowo wyjaśnia pozorne dyskonto dla brytyjskich firm. Innym czynnikiem jest niewiarygodnie niska i wciąż malejąca alokacja, jaką duży brytyjski inwestorzy, tacy jak fundusze emerytalne, mają w brytyjskich akcjach: tylko 4%, w porównaniu do 50% na przełomie wieków.

Nowy rząd zamierza pobudzić wzrost gospodarczy poprzez odpowiedzialność fiskalną, inwestycje w infrastrukturę i politykę przemysłową opartą na sztucznej inteligencji. Finansowanie tego poprzez wyższe podatki od firm stanowi wyraźną przeszkodę

P/E: FTSE 100 vs S&P500

Źródło: Bloomberg i Santander AM



Realna rentowność obligacji korporacyjnych w funtach szterlingach

Źródło: OBR, IFS i Santander AM





Rząd szuka sposobów na zachęcenie do większych inwestycji krajowych, ale zajmie to trochę czasu. W perspektywie krótkoterminowej trudno jest dostrzec znaczącą lepszą potencjał wyników FTSE 100 (duże spółki), dopóki inwestorzy będą bardziej skoncentrowani na okazjach w sektorze technologicznym i nowej gospodarce, sektorach, których brakuje na brytyjskim rynku akcji. W związku z tym preferujemy FTSE 250: spółki średniej wielkości z lepszą historią wzrostu, które zwykle radzą sobie lepiej, gdy stopy procentowe spadają. Dla bardziej cierpliwych inwestorów niskie wyceny będą prawdopodobnie odgrywać bardziej znaczącą rolę w miarę ożywienia całego rynku w dalszej perspektywie.

Papiery o stałym dochodzie

Obligacje skarbowe

Niższa inflacja i obniżki stóp procentowych Banku Anglii normalnie przełożyłyby się na wzrost cen obligacji skarbowych Wielkiej Brytanii (tzw. Giltów). Jednakże

takie zachowanie zostało wykolejone przez wysoki przewidziany poziom zadłużenia rządu, brak krajowych nabywców i rosnące przekonaniem, że era wyjątkowo niskich stóp procentowych, którymi Wielka Brytania cieszyła się przez dekadę do 2021 r., może nigdy nie powrócić. Uważamy, że oficjalna brytyjska stopa procentowa nie będzie niższa niż 3,75% w tym cyklu. Ponieważ jednak "Gilts" oferują znacznie wyższe rentowności niż w poprzednich epokach, nadal mogą odgrywać atrakcyjną rolę w portfelach konserwatywnych i zwiększać dywersyfikację w portfelach o wyższym ryzyku.

Obligacje korporacyjne

Podobnie, wyższej jakości długoterminowe obligacje korporacyjne, z rentownością powyżej 5,5%, oferują atrakcyjną opcję dla lokalnych inwestorów w świecie niższej inflacji. Brytyjskie obligacje korporacyjne przez krótki czas oferowały wyższe rentowności niż obecnie w erze wysokiej inflacji w latach 2022-2023; rzadko robiły to, gdy inflacja zasadnicza była poniżej 2% (we wrześniu osiągnęła 1,7%). Tak wysokie carry na klasie aktywów, która historycznie charakteryzowała się mniej niż połową zmienności akcji, zapewnia korzystny długoterminowy kompromis między ryzykiem a stopą zwrotu.

Waluta

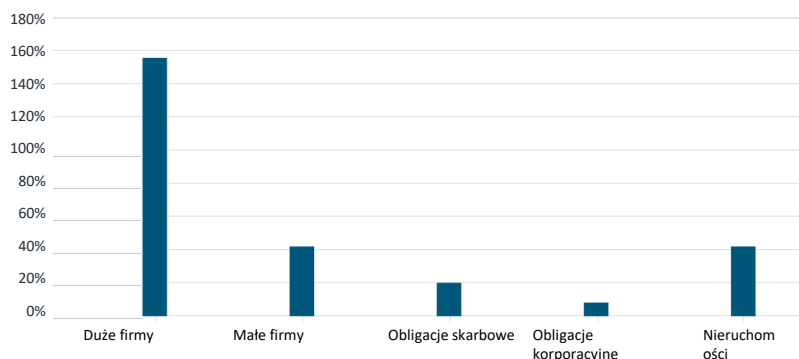
Względna atrakcyjność funta szterlinga pod względem wyceny (jak niewiele siły nabywczej w porównaniu z innymi walutami ma), stosunkowo wysokie stopy procentowe w Wielkiej Brytanii i potencjalnie bardziej stabilne podejście do publicznego zadłużania zostały osłabione przez obawy związane z październikowym budżetem i wydarzeniami politycznymi w USA. Zdecydowane zwycięstwo Trumpa i prawdopodobne konsekwencje dla dolara amerykańskiego spowodowały znaczne osłabienie funta. Wyższy wzrost w USA i polityka "America First" prawdopodobnie nadal będą przyciągać kapitał. Jednak funt radził sobie dobrze w stosunku do większości innych walut i spodziewamy się, że trend ten będzie kontynuowany, np. w stosunku do euro, biorąc pod uwagę wyższe oprocentowanie depozytów i mniejszą niepewność w Wielkiej Brytanii.

Duże spółki wyglądają atrakcyjnie pod względem wyceny, ale cierpią z powodu nadmiaru branż o niskim wzroście. Mniejsze spółki (FTSE 250) mają większy potencjał w przypadku wzrostu gospodarczego w Wielkiej Brytanii

Wysokie zadłużenie państwa może zniwelować korzyści płynące z niższej inflacji, ograniczając jakiegokolwiek ożywienie cen obligacji. Wyższe stopy procentowe są jednak atrakcyjne dla konserwatywnych inwestorów i powinny wspierać funta w stosunku do euro.

Różnica w zwrocie z aktywów amerykańskich i brytyjskich w ciągu ostatnich 5 lat

Źródło: Bloomberg i Santander AM



Duże firmy:

S&P500 vs FTSE 100

Małe firmy:

Russell 2000 vs FTSE 250

Obligacje skarbowe:

Bloomberg US Treasury Index vs FT Actuaries All Stocks

Obligacje korporacyjne:

Bloomberg US Corporate Bond Index vs Bloomberg Sterling Corporate Bond Index

Nieruchomości:

MSCI US REIT Index vs FTSE EPRA UK REIT Index

Potrzeba restrykcyjnej polityki w 2025 r.



Mário Felisberto
Dyrektor inwestycyjny SAM Brazylia

Brazylijski scenariusz pozostanie skomplikowany w 2025 r., biorąc pod uwagę potrzebę restrykcyjnej polityki gospodarczej w kontekście trudnych dyskusji fiskalnych. Chociaż inflacja znacznie spadła, nie powróciła do poziomu docelowego (3,0%) i nie oczekuje się, że nastąpi to w nadchodzących latach. Oczekujemy, że w 2025 r. inflacja wyniesie 4,3%. Po części odzwierciedla to siłę wskaźników aktywności gospodarczej, które wciąż zaskakują na plus: PKB rośnie w tempie około 3,0%, a prognozy wskazują na umiarkowane spowolnienie do 2,0% w 2025 roku. W rezultacie istnieje istotne ryzyko inflacyjne, zwłaszcza w kontekście wciąż niezakotwiczonych oczekiwań inflacyjnych. W takiej sytuacji polityka gospodarcza powinna pozostać w trybie zacieśniania, aby doprowadzić do bardziej zrównoważonego scenariusza. W związku z tym uważamy, że stopa procentowa polityki pieniężnej (Selic), która obecnie wynosi 11,25% i oczekuje się, że na koniec 2024 r. wyniesie 11,75%, osiągnie szczyt na poziomie 12,75% na początku 2025 r.

Akcje

Fundamenty rynku brazylijskiego pozostają atrakcyjne, biorąc pod uwagę niskie wyceny - zarówno w porównaniu z innymi rynkami, jak i w ujęciu historycznym - oraz wciąż pozytywne perspektywy zysków. Jest to wspierane przez prężną aktywność krajową, nawet biorąc pod uwagę łagodne spowolnienie w nadchodzących kwartałach. Niepewność wewnętrzna działa jednak w przeciwnym kierunku, poprzez wpływ obecnego cyklu zacieśniania i perspektywy fiskalne. Jednocześnie globalny kontekst wpływa na aktywa rynków wschodzących, ponieważ wytyczne gospodarcze, które mogą zostać przyjęte przez nowy rząd w USA oraz trend w chińskiej gospodarce oznaczają stosunkowo dużą niepewność. Dlatego też rozpoczynamy rok 2025 z bardziej konserwatywnym podejściem do lokalnych akcji.

Neutralny pogląd na lokalną giełdę, z atrakcyjnymi wycenami i pozytywnym trendem zysków zrównoważonym przez krajowe ryzyko makroekonomiczne

Ibovespa: konsensus dla zysków według analityków

Źródło: Bloomberg i Santander AM



Papiery o stałym dochodzie

Rynek pieniężny

Rok 2025 będzie rokiem dalszego przywracania równowagi brazylijskiej gospodarki. Silna aktywność gospodarcza i rozgrzany rynek pracy zwiększają ryzyko dla inflacji w nadchodzących kwartałach, zwiększając potrzebę dodatkowego zacieśnienia polityki. W obliczu utrzymującej się niepewności po stronie fiskalnej, większość dostosowań spada na politykę pieniężną. Oczekujemy, że stopa procentowa osiągnie najwyższy poziom 12,75% w pierwszym kwartale 2025 r., uwzględniając ryzyko wzrostu w scenariuszu bazowym i wysoki stopień niepewności. W rezultacie pozycje w gotówce wyglądają atrakcyjnie zarówno w ujęciu bezwzględnym, jak i pod względem ryzyka i zwrotu na początku 2025 roku.

Obligacje skarbowe i indeksowane inflacją

Lokalne krzywe stóp procentowych, zarówno nominalne, jak i na bazie papierów indeksowanych inflacją, przeszły już znaczną korektę w górę, biorąc pod uwagę scenariusz opisany powyżej, a obecne poziomy sugerują ponadprzeciętną premię terminową, biorąc pod uwagę nasz scenariusz bazowy. Biorąc jednak pod uwagę wysoki poziom niepewności, mamy neutralny pogląd na obie krzywe. Należy pamiętać o różnych ścieżkach dla stopy procentowej, z tendencją do bardziej restrykcyjnych opcji, biorąc pod uwagę globalne i lokalne zagrożenia, które mogą utrzymywać krzywe dochodowości pod presją jeszcze przez jakiś czas. Z bardziej strukturalnej perspektywy, szczególnie w przypadku portfeli o wyraźnym długoterminowym horyzoncie i zdolności do poruszania się w wysoce zmiennym środowisku, obecne poziomy wyglądają stosunkowo atrakcyjnie.

Obligacje korporacyjne

Z perspektywy strukturalnej rynki korporacyjnych oferują interesujące źródło carry i dywersyfikacji portfela. Jednocześnie rok 2024 był bardzo pozytywny dla tej klasy aktywów, a silny popyt doprowadził do znacznego spadku spreadów, zwłaszcza w segmencie wysokiej jakości. W rezultacie obecne poziomy wskazują na bardzo ograniczony potencjał zysków kapitałowych, chociaż aktywnie zarządzane fundusze obligacji przedsiębiorstw mogą nadal wychwytywać okazje, biorąc pod uwagę ich zdolność do analizowania i rozróżniania określonych branż i emitentów.

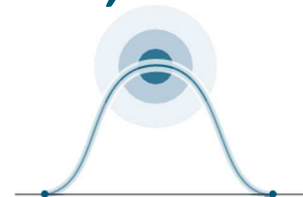
Waluta

Fundamenty brazylijskiego reala (BRL) na pierwszy rzut oka wydają się pozytywne. Wycena jest niska w ujęciu historycznym, a różnica stóp procentowych powinna się zwiększyć na korzyść BRL, ponieważ brazylijski bank centralny podnosi stopy procentowe, podczas gdy większość banków centralnych na świecie podąża w przeciwnym kierunku, obniżając stopy. Oprócz tego bilans handlowy jest bardzo solidny, a ogólny obraz rachunków zewnętrznych jest pozytywny. Z drugiej strony, krajowa niepewność związana z polityką fiskalną i istotne ryzyka na świecie tworzą negatywne tło dla BRL.

Konserwatywna ekspozycja zarówno na nominalne, jak i indeksowane inflacją krzywe dochodowości ze względu na trwające zacieśnianie polityki, pomimo wysokiej premii terminowej.

Oczekiwany szczyt dla stopy Selic

12,75%



W obliczu globalnej i lokalnej niepewności pozytywne fundamenty mogą nie wystarczyć do wzrostu wartości brazylijskiego reala

Premia terminowa 3-letnich obligacji skarbowych: premia między stopami rynkowymi a oczekiwaniami dotyczącymi stopy Selic (według ankiety banku centralnego) jest obecnie na historycznie wysokim poziomie, odzwierciedlając niepewność co do przyszłej ewolucji stopy i zacieśniające nastawienie banku centralnego

Źródło: Anbima, BCB, Santander AM



Trump 2.0.



Rafael Buerba, CFA
Dyrektor Inwestycyjny SAM Meksyk

Meksyk stoi przed kilkoma wyzwaniem. Administracja Trumpa rozważa zmiany w stosunkach handlowych, choć tym razem nie wydaje się, że koncentruje się na zakończeniu umowy o wolnym handlu, ale raczej na jej renowacji. Prawdopodobna jest dalsza zmienność meksykańskiego peso (MXN) ze względu na możliwe groźby ze strony Trumpa. Jednak wprowadzenie ceł na meksykański eksport może być skomplikowane, biorąc pod uwagę wysoce zintegrowane łańcuchy dostaw w regionie Ameryki Północnej. Po stronie krajowej, konsolidacja fiskalna byłaby mile widziana w budżecie. Oczekuje się, że deficyt fiskalny spadnie głównie z powodu niższych wydatków na infrastrukturę i niższych kosztów zadłużenia. Jak to zwykle bywa w pierwszym roku rządów, wzrost gospodarczy powinien spowolnić, co pozwoli na obniżenie stóp procentowych. Ostatnie reformy konstytucyjne były kontrowersyjne, ale pozytywne wieści w kwestiach handlowych i budżetowych powinny zrównoważyć te skutki, aby utrzymać rating na poziomie inwestycyjnym.

Akcje

Po trudnym roku 2024, w którym rynek akcji doświadczył dużej zmienności, 2025 przyniesie czynniki zarówno na korzyść, jak i niekorzyść. Wzrost gospodarczy jest umiarkowany, ale pozostaje dodatni. Dynamika wyników spółek powinna pozostać stabilna, ale przy znacznym rozproszeniu pomiędzy zwycięzcami i przegranymi. Wycena rynkowa osiągnęła znaczne dyskonto w stosunku do historycznej średniej, zbliżając się do 20-letnich minimów; widzimy argumenty na plus w okresach niepewności i duży potencjał wzrostu, jeśli perspektywy staną się jaśniejsze.

Narracja wokół *Nearshoringu* zostanie utrzymana o ile rozmowy handlowe z rządem USA nie skomplikują się. Wreszcie, pozytywnym czynnikiem pozostaje niedawny cykl obniżek stóp procentowych zainicjowany przez Bank Meksyku. Wszystkie te składniki razem wydają się przechylać szalę na pozytywną stronę, a przynajmniej tworzyć korzystne pole do selekcji emitentów i tworzenia wartości w portfelach.

Papiery o stałym dochodzie

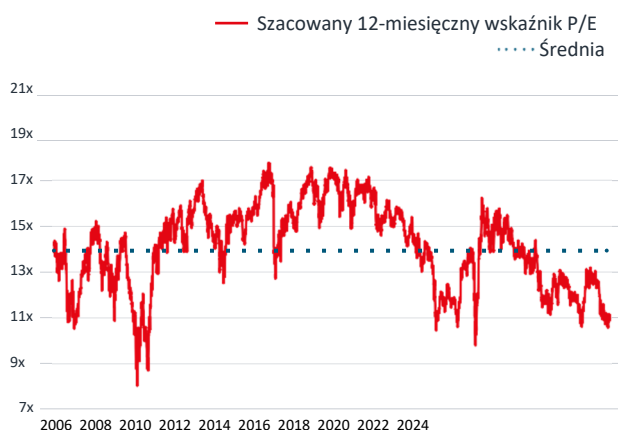
Rynek pieniężny

Obecny poziom stopy referencyjnej wydaje się wysoce restrykcyjny. Cykl obniżek banku centralnego może jednak nabrać dynamiki. Jest również wysoce prawdopodobne, że nastąpią zarówno korekty w górę, jak i w dół założeń rynkowych dotyczących stopy końcowej. W takim

Lokalne aktywa radziły sobie dobrze w dniach następujących po wyborach w USA. Silniejsza gospodarka w USA (bezpośrednia korzyść dla Meksyku), oraz sytuacja z Trump 1.0 (negocjacje TMEC) może tłumaczyć ten optymizm

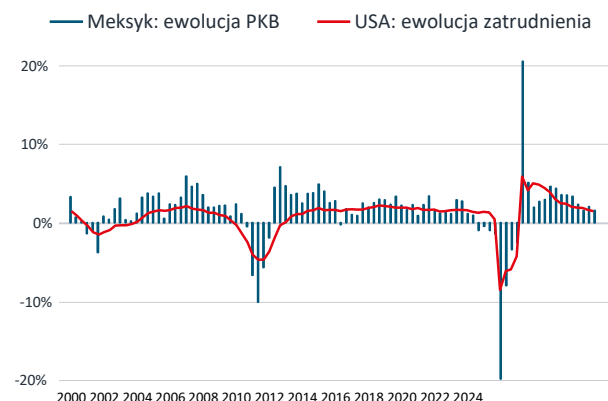
MSCI Mexico: Szacowany 12-miesięczny wskaźnik P/E

Źródło: Bloomberg i Santander AM



Meksyk, ściśle powiązany z gospodarką USA

Źródło: Bloomberg i Santander AM



scenariuszu, nasza strategia rynku pieniężnego na 2025 r. będzie nadal koncentrować się głównie na instrumentach o zmiennym oprocentowaniu i emisjach korporacyjnych poniżej jednego roku.

Obligacje skarbowe

Chociaż spodziewamy się zmienności spowodowanej kwestiami politycznymi, stopa referencyjna powinna być niższa do końca 2025 roku. Będzie to korzystne dla całej krzywej, co wyjaśnia nasze pozycjonowanie w obligacjach o dłuższym czasie trwania. Ponadto spodziewamy się wystromienia krzywej, więc gdy krzywa przesunie się w dół, nasza długoterminowa pozycja na obligacjach będzie przeważona w przypadku zapadalności od 7 do 10 lat i niedoważona w przypadku obligacji o dłuższym terminie zapadalności.

Obligacje indeksowane inflacją

Ostatnio obserwujemy zwiększony popyt na obligacje indeksowane inflacją, prawdopodobnie ze względu na poszukiwanie większej dywersyfikacji, co spowodowało spadek rentowności tych instrumentów. To w połączeniu z oczekiwaniami niektórych inwestorów co do wyższej długoterminowej inflacji, sprawiło, że ceny tego typu papierów stały się drogie. Ponadto premie terminowe na krzywej realnych stóp procentowych są najbardziej przewartościowane w całym uniwersum instrumentów o stałym dochodzie. W związku z tym mamy negatywny pogląd na obligacje indeksowane inflacją w 2025 r.

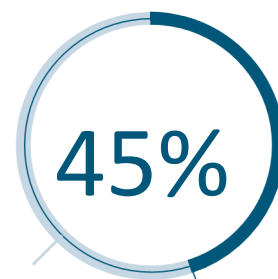
Obligacje korporacyjne lokalne

Utrzymujemy przeważanie na obligacjach korporacyjnych w portfelach krótkoterminowych, których strategia polega głównie na generowaniu *carry* i utrzymywaniu obligacji do terminu zapadalności. Wybór emisji opiera się na analizie fundamentalnej emitenta i względnej wartości obligacji. Z drugiej strony, dla portfeli o dłuższym horyzoncie czasowym, preferujemy obligacje państwowe zamiast firm ponieważ: i) *spreads* kredytowe na rynku lokalnym pozostają wąskie, oraz ii) obligacje korporacyjne są mniej płynne. Biorąc pod uwagę nasze konstruktywne pozycjonowanie w zakresie duration, uważamy, że obligacje skarbowe są bardziej efektywne niż obligacje korporacyjne, ponieważ możemy znaleźć obligacje o dłuższym czasie trwania i łatwiej nimi handlować w celu taktycznych korekt.

Waluta

Zgodnie z modelami realnego efektywnego kursu walutowego (REER), meksykańskie peso (MXN) było przewartościowane do połowy 2024 roku. Jednak niedawna zmienność doprowadziła do deprecjacji waluty w kierunku równowagi. W nadchodzących miesiącach możemy być świadkami szumu generowanego przez kwestie podatkowe i handlowe, wywierającego dalszą presję na MXN. Spodziewamy się, że Banxico będzie nadal obniżać stopy procentowe wraz z Fed, a jeśli dyskonto na MXN będzie zbyt duże (~20-25%), władze finansowe mogą uciec się do interwencji rynkowych. Deprecjacja MXN byłaby jednym ze sposobów radzenia sobie z możliwymi amerykańskimi cłami, chociaż mogą one okazać się bardziej szumem niż treścią.

Meksykański rynek akcji: bardziej globalny niż się wydaje



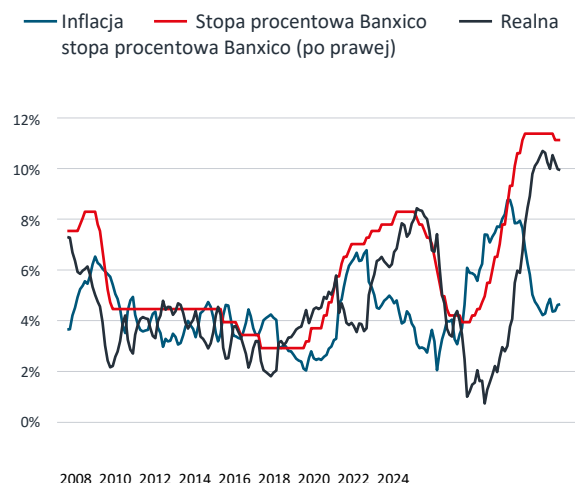
Peso meksykańskie

przychodów meksykańskich firm jest generowanych w walutach obcych

Stopa referencyjna osiągnęła 11,25% w 2024 r., najwyższy poziom od wielu lat, co oznacza najbardziej atrakcyjną realną stopę procentową od dziesięcioleci. Bank Meksyku jest gotowy na dalsze obniżki stóp

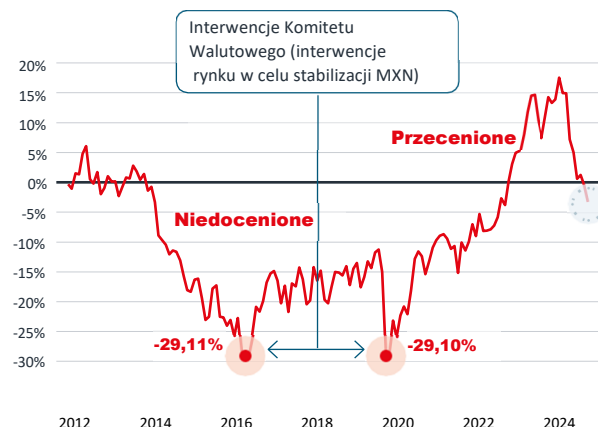
Inflacja wydaje się być pod kontrolą, stopy procentowe wciąż wysokie

Źródło: Bloomberg i Santander AM



Realny efektywny kurs wymiany USDMXN w porównaniu ze średnią z 10 lat

Źródło: Bloomberg i Santander AM



Rok 2025 z bezchmurnym niebem i sprzyjającym wiatrem



Diego Ceballos
Chief Investment Officer w SAM Chile

Oczekiwany wzrost gospodarczy na poziomie około 2%, inflacja w granicach celu banku centralnego i dodatkowe obniżki stóp procentowych zapewniają pozytywne otoczenie makroekonomiczne na nadchodzący rok. Ponadto spodziewamy się, że wybory prezydenckie odbędą się w mniej spolaryzowanym środowisku i w bardziej umiarkowanym tonie niż w poprzednich edycjach, co może oznaczać znaczne zmniejszenie niepewności politycznej.

Istnieją również. Kontynuacja fazy ekspansji w globalnym wzroście gospodarczym oraz cena miedzi powyżej 4,2 USD/lb to pozytywne czynniki zewnętrzne dla chilijskiego peso. Będzie to wiatr w żagle dla lokalnych aktywów, co wzmacnia nasz pozytywny scenariusz na 2025 r.

Akcje

Chociaż chilijski rynek akcji miał pozytywny 2024 r., wyniki te pozostawały w tyle za giełdami państw rozwiniętych oraz swoimi regionalnymi odpowiednikami, co pozostawiło go z dość atrakcyjnymi względnymi mnożnikami. Ponadto, jeśli porównamy obecne wyceny, okaże się, że istnieje 20% dyskonto w stosunku do ich najnowszej historii. W przyszłym roku spodziewamy się wzrostu zysków na chilijskim rynku akcji o około 17%. Wiodącymi sektorami w 2025 r. pozostaną te najbardziej powiązane z lokalną gospodarką, takie jak dobra podstawowe, i finanse oraz spółki o małej kapitalizacji. Jednak spółki surowcowe będą zależeć od ewolucji chińskiej gospodarki i cen litu.

W 2025 r. w Chile odbędą się wybory prezydenckie i parlamentarne, które mogą doprowadzić do zmienności. Naszym jednak zdaniem finalnie zaowocują mniejszą niepewnością, umiarkowanymi reformami i potencjalnie niższymi wydatkami fiskalnymi. Przedsmak tego widzieliśmy już w wyborach samorządowych, gdzie nastąpił zwrot w kierunku bardziej tradycyjnych partii politycznych.

Dobre dane makroekonomiczne i kontynuacja fazy ekspansji na świecie to wsparcie dla lokalnych aktywów

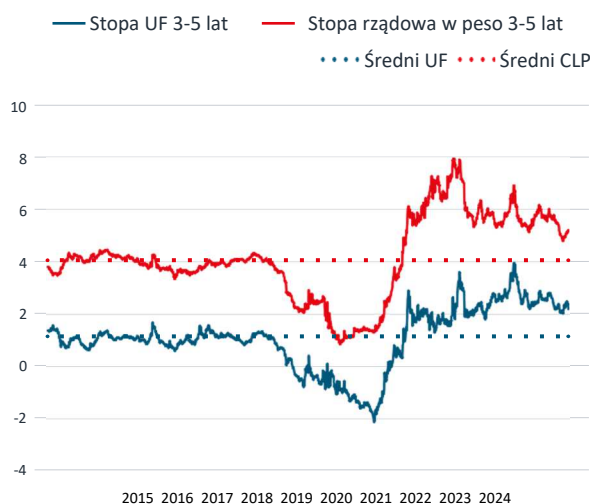
Indeks IPSA: 12-miesięczny kroczący wskaźnik P/E, średnia i odchylenie standardowe

Źródło: Bloomberg i Santander AM



Stopy rządowe w peso i stopy obligacji indeksowanych do inflacji (UF) w odniesieniu do ich średniej z ostatnich 10 lat

Źródło: Riskamerica i Santander AM



Papiery o stałym dochodzie

Rynek pieniężny

W 2025 r. na wyniki funduszy *rynku pieniężnego* nadal będą wpływać możliwe obniżki stóp procentowych przez Bank Centralny Chile. W związku z tym spodziewamy się cięć rzędu 0,75% w 2025 r., kończąc rok ze stopą procentową na poziomie 4,25%. W związku z powyższym spodziewamy się spadku rentowności na krótkim końcu krzywej, podobnie do trendu obserwowanego w 2024 roku.

Obligacje skarbowe

Państwowe obligacje w 2025 r. stanowią interesującą okazję, zwłaszcza w środkowym segmencie krzywej dochodowości, do 10 lat. Wynika to z faktu, że stopa polityki pieniężnej w Chile może osiągnąć 4,25% do końca 2025 r, co przełoży się na większy popyt na długie obligacje, z uwagi na apetyt inwestorów na rentowność. Ważne jest jednak, aby wziąć pod uwagę wysoką korelację tych obligacji z obligacjami skarbowymi USA i oczekiwane, choć umiarkowane, obniżenie stóp procentowych przez Fed.

Dwucyfrowy wzrost zysków i lepsze otoczenie polityczne wzmocniłoby lokalny rynek akcji



17%
Oczekiwany wzrost zysków w 2025 r.

Obligacje indeksowane inflacją

Obligacje indeksowane inflacją (UF) oferują ochronę przed nieoczekiwanymi skokami inflacji w średnim okresie. Ich zachowanie będzie podobne do zachowania nominalnych obligacji skarbowych, biorąc pod uwagę, że oczekiwania inflacyjne są zakotwiczone na celu Banku Centralnego Chile na poziomie 3%. Te obligacje stanowią zabezpieczenie przed inflacją, poprawiają profil zysku i ryzyka, co sprawia, że są one atrakcyjną opcją dla inwestorów poszukujących ochrony przed nieprzewidywanymi wahaniami poziomów cen.

Obligacje korporacyjne

Obligacje korporacyjne w Chile utrzymują swoje spready na poziomie zbliżonym do historycznych średnich, odzwierciedlając siłę spółek, które przetrwały wiele zagrożeń, takich jak niepokoje społeczne, próby zmian konstytucyjnych, rosnącą inflację i stopy procentowe. To wszystko w kontekście niskiego wzrostu gospodarczego i ograniczonej podaży obligacji ze względu na brak dużych projektów inwestycyjnych. Sytuacja ta przekłada się na niskie ryzyko lokalnego rynku długu korporacyjnego, pomimo trudnego otoczenia gospodarczego.

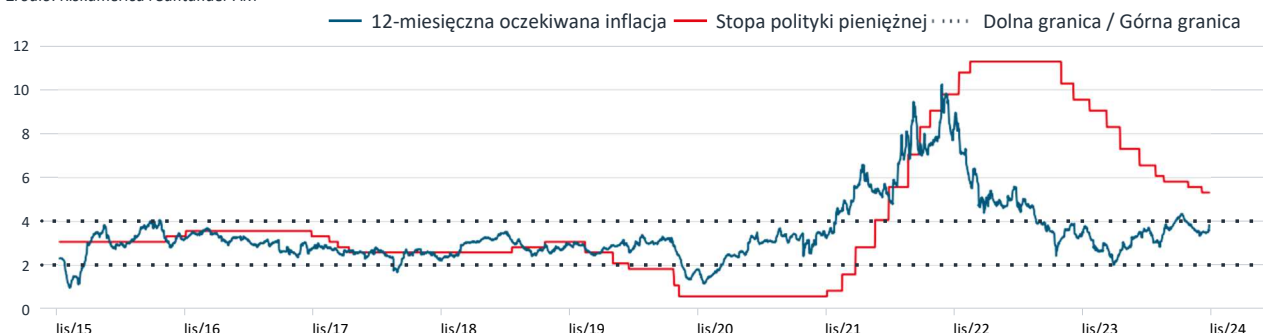
Atrakcyjne stopy procentowe i mniej restrykcyjna polityka pieniężna stanowią wsparcie dla instrumentów o stałym dochodzie w 2025 r.

Waluta

W 2025 r. dostrzegamy korzystne perspektywy dla chilijskiego peso (CLP). Poziomy cen miedzi w przedziale 4,2-4,5 USD/lb wraz z większą różnicą stóp w stosunku do USA, biorąc pod uwagę oczekiwane cięcia stóp przez Fed, są czynnikami, które wprowadziłyby CLP na ścieżkę wzrostu. Na froncie politycznym oczekujemy, że niepewność polityczna zmniejszy się w nadchodzącym roku w okresie poprzedzającym wybory prezydenckie, co wesprze CLP.

Stopa polityki pieniężnej, docelowy zakres inflacji i 12-miesięczne oczekiwania inflacyjne

Źródło: Riskamerica i Santander AM



Droga do normalizacji



Cristian Brau, CFA
Dyrektor inwestycyjny SAM Argentyna

Prezydent Javier Milei postawił jasną wstępną diagnozę, uznając nierównowagę fiskalną za główną przyczynę kolejnych kryzysów zadłużenia i inflacji. Łącząc szereg środków fiskalnych i pieniężnych, pragmatycznych i czasami dalekich od dogmatyzmu kampanii wyborczej, osiągnął skonsolidowaną równowagę fiskalną w pierwszej połowie 2024 r. i wyeliminował główne źródła dodrukowywania pieniędzy. W ten sposób rozpoczął się proces, który z miesiąca na miesiąc zakotwiczył oczekiwania nominalne do tego stopnia, że nie tylko obniżył szacunki inflacji na 2024 r., ale także zmniejszył dyspersję szacunków wśród ekonomistów. Ożywienie realnych płac od połowy ubiegłego roku i ożywienie akcji kredytowej zaczynają mieć pozytywny wpływ na aktywność gospodarczą, początkowo w zakresie konsumpcji. Wraz z malejącym prawdopodobieństwem wystąpienia głównych zagrożeń makroekonomicznych, w centrum uwagi w tym roku znajdują się wybory parlamentarne.

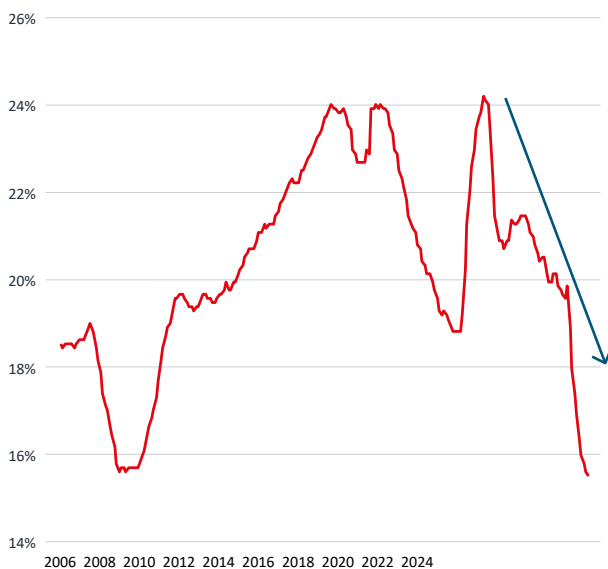
Akcje

Akcje silnie zareagowały na pozytywne niespodzianki wygenerowane przez bieżący program gospodarczy. Pod względem sektorowym banki wyróżniły się, odwracając wszystkie obawy związane z nimi podczas procesu wyborczego. Patrząc na 30-letnią serię danych w dolarach (skorygowaną o amerykańską inflację), indeks Merval znajduje się powyżej jednego odchylenia standardowego od średniej, co było kamieniem milowym osiągniętym w latach 90. i za administracji byłego prezydenta Mauricio Macriego. Obecny cykl wyraźnie bazuje na realizacji programu transformacji (podobnego do tego z lat 90.) i mimo że jest frakcja proreformatorska jest w mniejszości w Kongresie, udało się wdrożyć część programu reform. Mnożniki nie są tak wysokie jak w 2017 r., chociaż wydaje się mało prawdopodobne, aby w 2025 r. wyniki dorównały tym z 2024 r.

Dostosowanie budżetowe jest podstawą procesu zapoczątkowanego w 2024 r. i zapoczątkowało cykl pozytywnych niespodzianek.

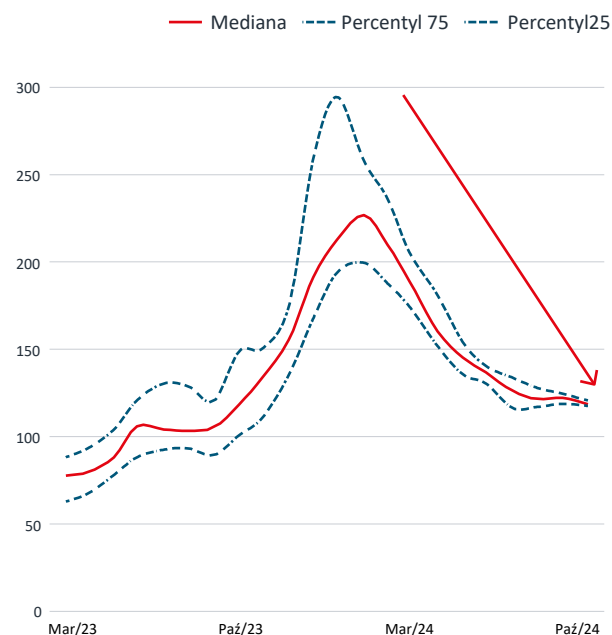
Wydatki krajowego sektora publicznego w ciągu ostatnich 12 miesięcy, jako % PKB

Źródło: Ministerstwo Gospodarki i INDEC oraz Santander AM



Oczekiwana inflacja 2024 (%): zakotwiczenie oczekiwań

Źródło: BCRA-REM i Santander AM



Papiery o stałym dochodzie

Obligacje skarbowe w dolarach

Wskaźnik EMBI spadł z poziomów powyżej 2400 punktów bazowych w listopadzie 2023 r. do poniżej 800 punktów bazowych w listopadzie 2024 r. Oprócz wyraźnej gotowości obecnej administracji do spłacania, nastąpiła również poprawa możliwości obsługi zadłużenia. Podczas gdy front zewnętrzny nadal stwarza ryzyko dla 2025 r., powrót na rynki międzynarodowe w celu refinansowania długu zapadającego w tym roku wydaje się możliwy. W odniesieniu do regionu, poziomy *spreadów* nadal mają pewną przestrzeń, o ile obecna ścieżka ostrożności fiskalnej zostanie skonsolidowana.

Rynek pieniężny i dług lokalny

Zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych, a także zmiana organizacji polityki pieniężnej kraju odciągnęły popyt od zabezpieczeń inflacyjnych, podnosząc realną stopę procentową z poziomu -40% do +10%. Również rynek pieniężny przodował pod względem napływów, podczas gdy produkty o oprocentowaniu nominalnym nabrały *rozpędu*. Patrząc w przyszłość, uważamy, że napływy będą sprzyjać zadłużeniu w walucie lokalnej w stosunku do rynku pieniężnego, podczas gdy nie spodziewamy się stóp zwrotu podobnych do tych obserwowanych w 2024 r. W tym sensie, podczas gdy obecny poziom kursu walutowego jest postrzegany jako ryzyko w roku wyborczym, w który wkraczamy, normalizacja rynku peso i kursów pomaga segmentowi nie stracić znacząco dynamiki.

Obligacje korporacyjne

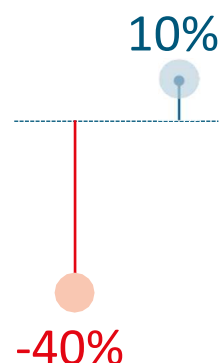
Po pierwszej połowie 2024 r. zdominowanej przez emisje państwowe, system regulacji aktywów, który rozpoczął się w sierpniu, wygenerował napływ dolarów do systemu finansowego i na rynki kapitałowe, co szybko stało się szansą dla długu korporacyjnego. Oczekujemy, że dynamika tej klasy aktywów zostanie utrzymana w 2025 r. pod względem przepływów.

Waluta

Spadek inflacji, a także akumulacja rezerw walutowych, zdołały zmniejszyć zmienność finansowych kursów wymiany. Obecny poziom wygląda na drogi jak na naszą historię, chociaż w przeszłości realny kurs walutowy mógł być jeszcze wyższy, z uwagi na proces deregulacji i otwarcia gospodarki.

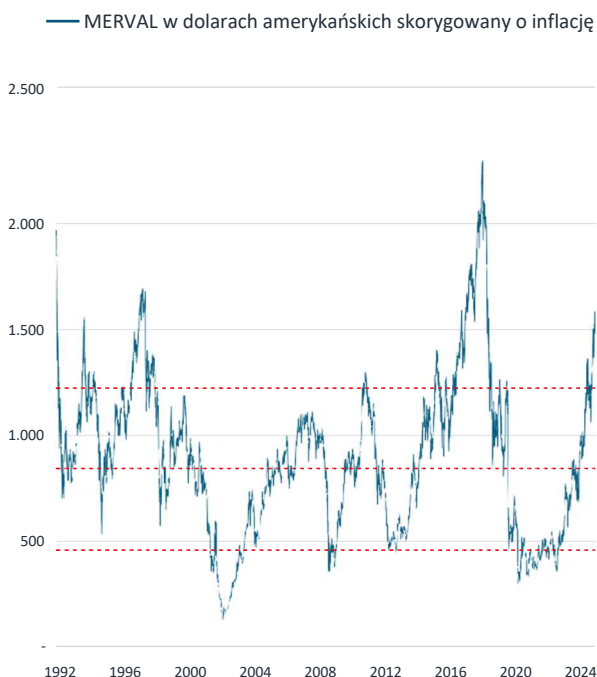
Wyceny akcji dyskontowały spadek ryzyka krajowego

Realna stopa od -40% do +10%



Indeks Merval w USD (skorygowany o inflację)

Źródło: Bloomberg i Santander AM



Wyniki indeksu Merval i indeksu obligacji skarbowych w USD

Źródło: Bloomberg i Santander AM





Żegnaj deflację: witaj normalizację



Tomás García-Purriños, CFA, CAIA

Asset Allocation Senior Strategist w SAM

Spodziewamy się stopniowego ożywienia wzrostu w 2025 r., choć nadal na umiarkowanym poziomie. Środowisko pozytywnego rozwoju konsumpcji, dzięki rosnącym płacom w ujęciu realnym i normalizacji produkcji w sektorze motoryzacyjnym po kilku latach zakłóceń, wspierałoby ten scenariusz. Ponadto ożywienie produkcji w Chinach pozwoliłoby na ponowne przyspieszenie japońskiego eksportu.

Podsumowując, nie powinniśmy być świadkami poważnej presji inflacyjnej, co dałoby Bankowi Japonii - najbardziej opóźnionemu w zacieśnianiu polityki pieniężnej spośród krajów rozwiniętych - przestrzeń do kontynuowania normalizacji stóp procentowych w ostrożny sposób. Takie podejście będzie sprzyjać stabilnemu środowisku gospodarczemu, które tylko częściowo wpłynie na wyceny akcji, a tym samym będzie korzystne dla ryzykownych aktywów.

Rynki

W obecnym scenariuszu utrzymujemy stosunkowo konstruktywne perspektywy dla japońskich akcji. Prawdą jest, że normalizacja polityki pieniężnej może wyrzucić presję na obniżenie mnożników, zwłaszcza w sektorach najbardziej wrażliwych na stopy procentowe. Biorąc jednak pod uwagę, że Bank Japonii przyjmuje ostrożne podejście, a środowisko gospodarcze jest w fazie ożywienia, nie spodziewamy się poważnego wpływu.

Ryzyko handlowe wynikające z możliwej polityki ceł ze strony USA, nieoczekiwane środki polityki pieniężnej ze strony Banku Japonii w tym środowisku normalizacji oraz utrzymująca się niepewność polityczna w kraju byłyby głównymi zagrożeniami w naszym scenariuszu.

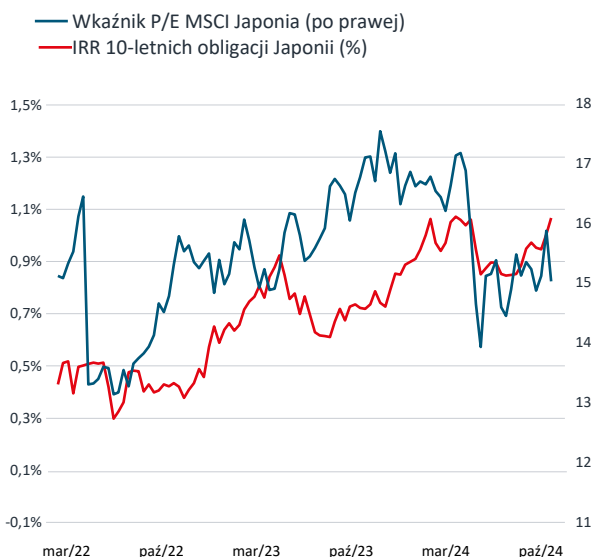
Jednym z czynników, który również może negatywnie wpłynąć na akcje, jest rozwój sytuacji na jenie japońskim (JPY). W tym sensie, chociaż nasz pogląd na walutę jest stosunkowo optymistyczny, nasze przekonanie przeciwko dolarowi amerykańskiemu nie jest zbyt silne. Uważamy, że zachowanie jena w stosunku do dolara będzie bardziej zależało od ruchów Fed i polityki gospodarczej nowej administracji Trumpa niż od Banku Japonii czy japońskiej gospodarki. To naturalnie dodaje niepewności tej parze. Mimo to, opór ustalony na poziomie 160 USD/JPY powinien się utrzymać.

Nie powinniśmy być świadkami dużej presji inflacyjnej, co dałoby Bankowi Japonii większe pole manewru

Parytet USD/JPY w okolicach 160 powinien być punktem odniesienia

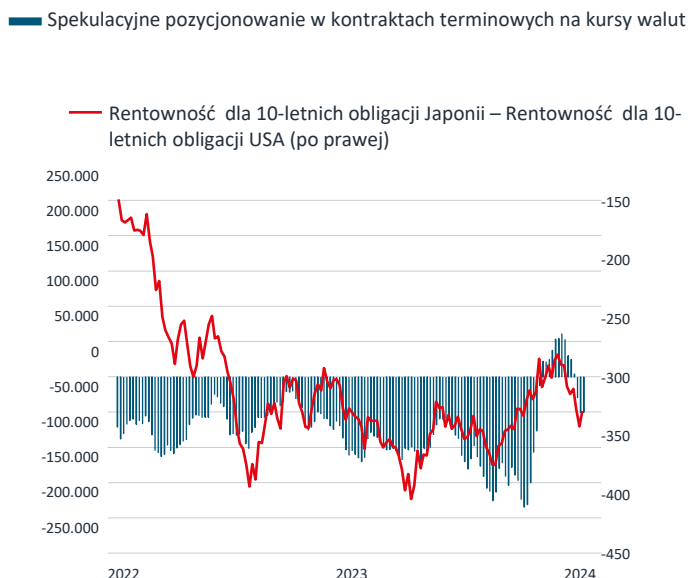
Wskaźnik P/E indeksu MSCI Japan i rentowność obligacji 10-letnich

Źródło: Bloomberg i Santander AM



Jen/dolar: pozycjonowanie spekulacyjne i spread stóp

Źródło: Bloomberg i Santander AM





Podczas gdy oczekiwania dotyczące jena w stosunku do dolara są mniej sprecyzowane i zależą raczej od środków politycznych niż gospodarczych, nasz pogląd na euro jest bardziej przekonujący. Podtrzymujemy przeważone stanowisko w stosunku do jena wobec euro. Jest to uzasadnione zarówno bardziej korzystną różnicą w polityce pieniężnej dla Japonii, jak i silniejszym środowiskiem wzrostu w regionie azjatyckim. Spodziewamy się również zwiększonej niepewności politycznej i gospodarczej w strefie euro, zwłaszcza w kontekście renegocjacji umów handlowych z USA.



Rynki wschodzące

Oczekiwanie na nowe okazje

Ostatnie środki wprowadzone przez chińskie władze, zarówno od strony pieniężnej, jak i fiskalnej, wydają się stanowić wsparcie dla wycen akcji, umożliwiając silne odbicie po miesiącach ciągłych spadków. Środowisko zwiększonej płynności i zmniejszonej niepewności, wynikające z ekspansywnej polityki pieniężnej, wspiera ryzykowne aktywa. Inwestorzy nie są jednak jeszcze w pełni przekonani do środków fiskalnych, które mogą wymagać dalszych interwencji rządu. W tym kontekście, choć otoczenie ustabilizowało się, rynek oczekuje teraz namacalnego wzrostu w gospodarce i wynikach biznesowych, co z pewnością powinno znaleźć odzwierciedlenie przede wszystkim we wzroście zaufania chińskich konsumentów.

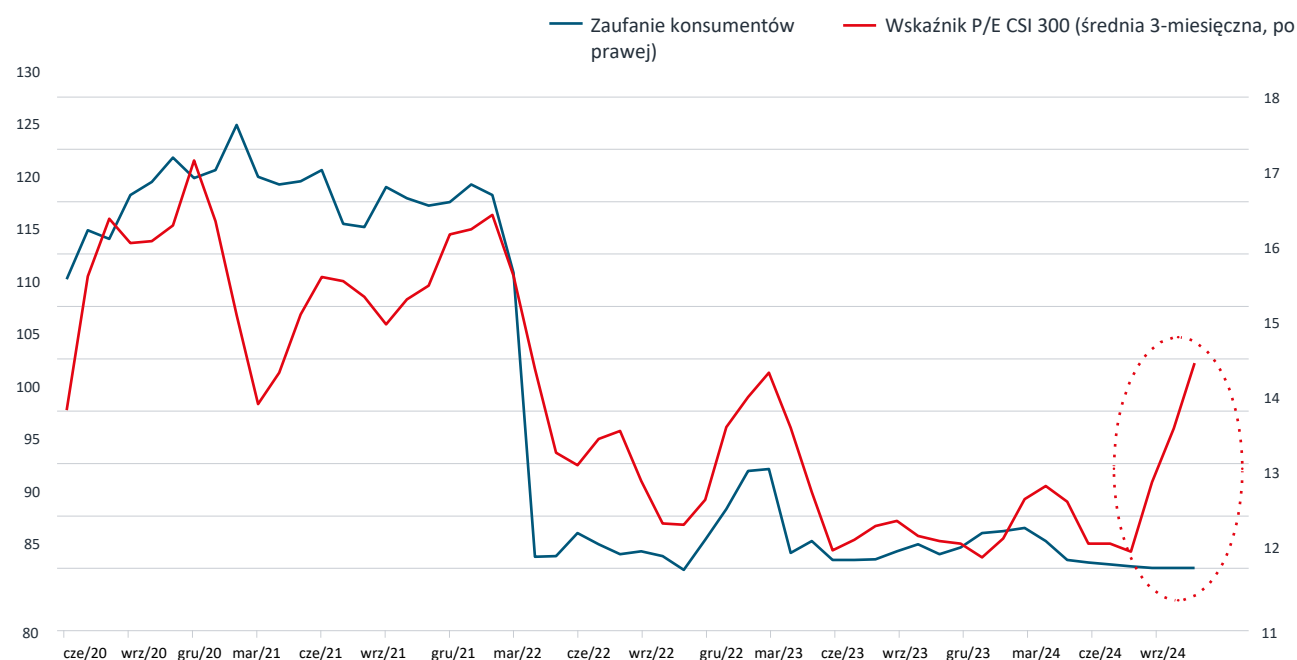
Drugi główny region azjatycki, Indie, utrzymuje korzystne tło gospodarcze, choć wyceny akcji stanowią wyzwanie, ograniczając bezpośrednią atrakcyjność regionu. Niemniej jednak gospodarka utrzymuje wysoki potencjał i może być głównym beneficjentem możliwego zaostrzenia polityki handlowej USA wobec Chin, umacniając się jako strategiczna alternatywa w globalnym łańcuchu dostaw.

Ogólnie rzecz biorąc, utrzymujemy neutralny pogląd na oba regiony, ponieważ ryzyko jest zrównoważone. W odniesieniu do krajów rozwiniętych byłibyśmy jednak niedoważeni w obu obszarach geograficznych, co jest uzasadnione w kontekście niepewności gospodarczej, wysokich wycen i względnej asymetrii czynników ryzyka.

Chińskie środki fiskalne nadal nie przekonują w pełni inwestorów

Chiny: wskaźnik P/E indeksu CSI 300 i zaufanie konsumentów

Źródło: Bloomberg i Santander AM



Złoto wciąż ma potencjał

Perspektywy dla surowców w 2025 r. są wyboiste.

Jeśli chodzi o metale przemysłowe, polityka klimatyczna nowej administracji USA powoduje znaczną niepewność co do oczekiwań popytu. Transformacja energetyczna wymaga użycia metali. Spowolnienie inwestycji w tym obszarze miałyby negatywny wpływ na ceny. Sytuację pogarsza niepewność co do tempa inwestycji w Chinach, zwłaszcza w sektorze nieruchomości.

Jeśli chodzi o ropę naftową, nasza prognoza zakłada nadpodaż w 2025 r., być może zastrzoną przez wzrost produkcji w USA wynikający z materializacji proponowanych przez administrację Trumpa środków kampanii. Co więcej, brak konsensusu w OPEC+ co do utrzymania kwot może przełożyć się na wzrost produkcji.

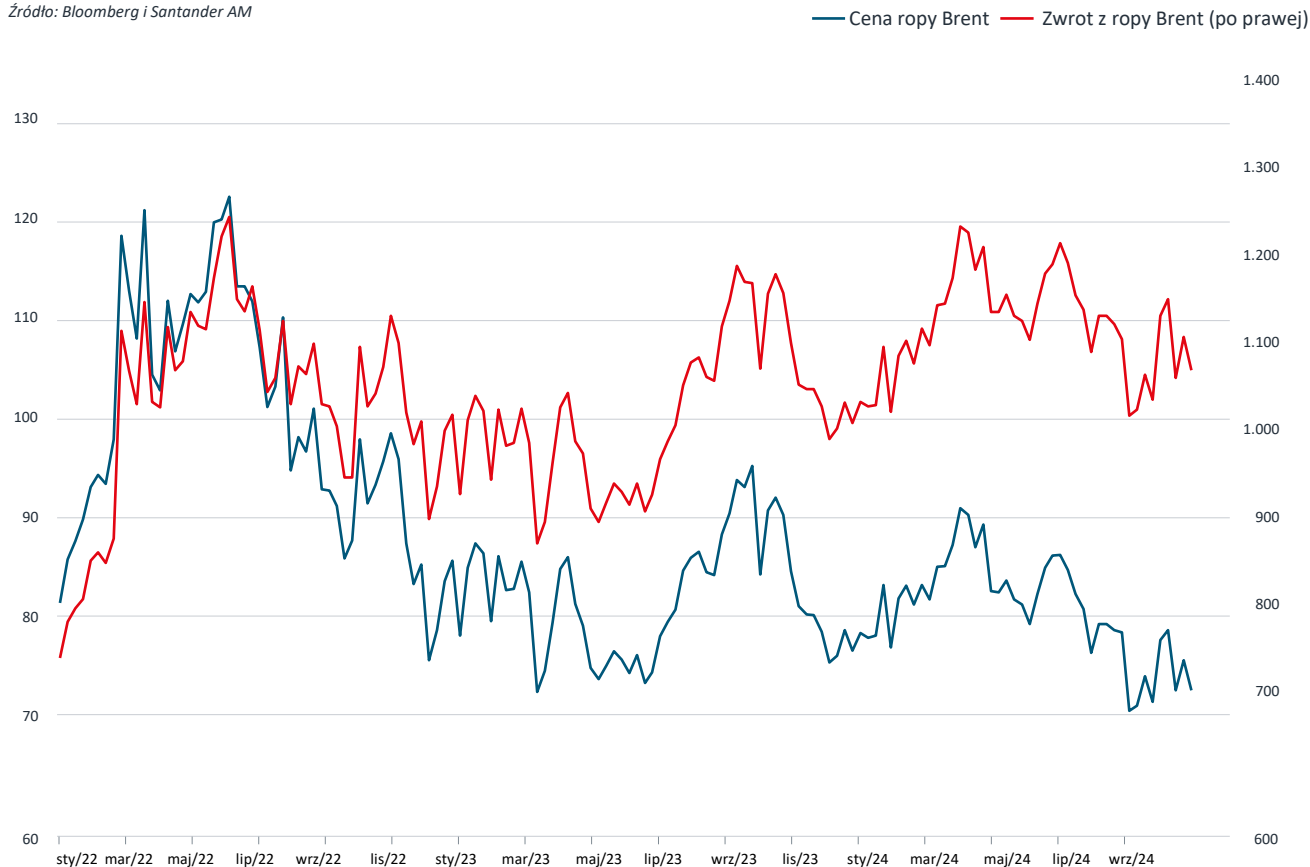
Chociaż pozytywną opinię o surowcach energetycznych można uzasadnić zabezpieczeniem przed ryzykiem na Bliskim Wschodzie, uważamy, że strategia ta będzie mniej skuteczna w 2025 r. Krzywa kontraktów terminowych jest prawie płaska, bez backwardation, które pozwoliło na dodatnie carry dla długich pozycji i kompensację strat cenowych, co ogranicza atrakcyjność surowców energetycznych.

W tym kontekście preferujemy złoto jako zabezpieczenie przed ryzykiem geopolitycznym. Chociaż rosnące realne stopy procentowe mogą ograniczyć jego atrakcyjność, banki centralne nadal dywersyfikują swoje rezerwy o złoto, a zakupy inwestorów pozostają na niskim poziomie, pozostawiając miejsce na dalsze wzrosty.

Preferujemy złoto jako zabezpieczenie przed ryzykiem geopolitycznym

Zmiany cen ropy Brent (USD/baryłka) i stopy zwrotu

Źródło: Bloomberg i Santander AM



03

Aktywa alternatywne



Perspektywy rynkowe: rynki prywatne



Borja Díaz-Llanos
Globalny CIO w Santander Alternative Investments

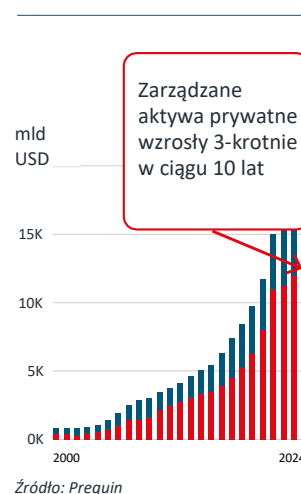
Dotychczasowy rozwój i przyszły wzrost

Sektor aktywów alternatywnych rozwijał się w ciągu ostatnich kilku lat i stanowi już część większości portfeli inwestycyjnych. Aktywa pod zarządzaniem tego typu są rekordowo wysokie, a zainteresowanie zarówno inwestorów, jak i zarządzających funduszami stale rośnie.

Ewolucja aktywów prywatnych pod zarządzaniem

Istnieje kilka powodów tak dużego wzrostu. Większość gospodarki jest prywatna, a nie publiczna. W Europie tylko 5% spółek jest notowanych na giełdzie. Jednak całkowita alokacja na rynki prywatne jest znacznie niższa. Dlatego też, aby uzyskać ekspozycję na całą gospodarkę, inwestorzy muszą zwiększyć swoją alokację na rynki prywatne. Co więcej, wraz z dalszym rozwojem rynków prywatnych rośnie prawdopodobieństwo, że firmy i całe sektory gospodarki pozostaną prywatne. Znalazło to odzwierciedlenie po obu stronach równania, z mniejszą liczbą IPO po stronie publicznej, ale jednocześnie znacznym wzrostem liczby wtórnych emisji akcji oraz fuzji i przejęć (M&A) na rynku *private equity*.

Tymczasem inwestorzy zmagają się z niepewnością makroekonomiczną i geopolityczną, a także szybko zmieniającymi się warunkami finansowymi, co stworzyło środowisko wymagające nowego podejścia do budowy portfela, innego niż tradycyjny portfel 60/40. Aktywa alternatywne okazały się być doskonałym dywersyfikatorem ze względu na ich korelację, a także dlatego, że pozwalają na ulepszenie portfeli i optymalizację ich stóp zwrotu i/lub rentowności. W rezultacie inwestorzy konsekwentnie zwiększają swoją alokację na aktywa alternatywne, dodając do swoich portfeli *Private Equity*, *Nieruchomości niepubliczne* czy *Infrastrukturę Prywatną*, które wzmacniają 60% portfela przeznaczonego na akcje, jednocześnie dodając nienotowane obligacje przedsiębiorstw do 40% części dłużnej portfela.



Włączenie aktywów alternatywnych do portfeli

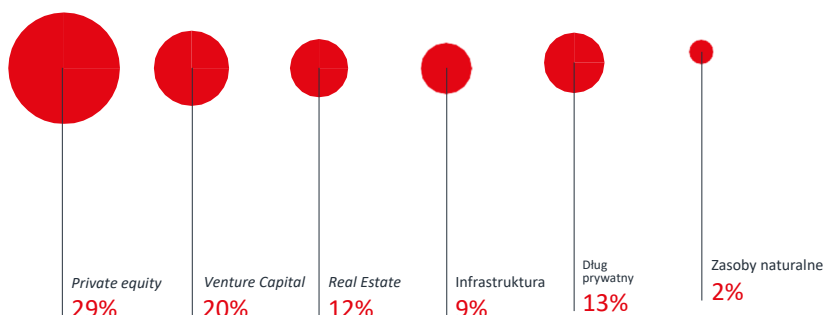
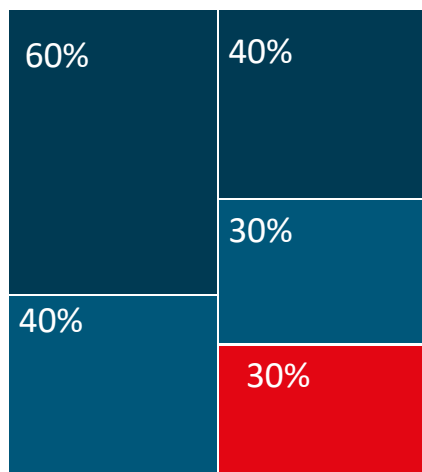
Źródło: Prequin 2023

■ Akcje ■ Papiery o stałym dochodzie ■ Inwestycje alternatywne

Portfel

tradycyjny

Nowy portfel



Aktywa zarządzane w ramach aktywów alternatywnych na całym świecie rosną w szybszym tempie (~9% CAGR) niż aktywa notowane na giełdzie (~4%) i przewiduje się, że do 2032 r. będą stanowiły około 30% udziału w rynku (źródło: PWC Bain & Company) ⁽¹⁾.

Te ogólnie dobre wyniki rynków prywatnych w porównaniu z ich publicznymi odpowiednikami prawidłowo odzwierciedlają premię za brak płynności. Ponadto, premia za brak płynności przyniosła inwestorom znaczące korzyści, oferując wyższe stopy zwrotu z aktywów o dłuższych horyzontach inwestycyjnych, zniechęcając do podejmowania krótkoterminowych decyzji opartych na emocjach, które często prowadzą do nieoptymalnych wyników inwestycyjnych. Wybierając aktywa, które wymagają cierpliwości, inwestorzy mogą skorzystać z premii, unikając jednocześnie typowych błędów behawioralnych, takich jak nadmierna liczba transakcji lub pogoń za krótkoterminowymi trendami rynkowymi.

Demokratyzacja aktywów alternatywnych

Klienci instytucjonalni są obecni w segmencie aktywów prywatnych od wielu lat. Są zaznajomieni z tą klasą aktywów, dobrze rozumieją charakterystykę rynków prywatnych i zwiększyli swoją alokację do tej kategorii w ostatnich latach. Znaczącą zmianą, która nastąpiła w ostatnim czasie, była "demokratyzacja aktywów alternatywnych", wraz ze wzrostem podaży i popytu na tę klasę aktywów ze strony klientów zamożnych.

W ciągu ostatnich kilku lat zarządzający aktywami wykonali wiele pracy edukacyjnej, nie tylko wśród klientów zamożnych, ale także wśród prywatnych bankierów i doradców. Ten ciągły zasięg pozwolił zarówno bankierom, jak i klientom lepiej zrozumieć prywatne aktywa i poczuć się na tyle komfortowo, aby zacząć w nie inwestować.

Co więcej, wielu GP oferuje małą skalę transakcji i posiada dedykowane zespoły oraz dedykowane wehikuly dla bankowości prywatnej i funduszy otwartych z okienkami płynności, które są w pełni wypłacalne od samego początku, pomagając klientom uniknąć problemów z alokacją związanych z przyszłym zapotrzebowaniem na kapitał i uniknąć zjawiska tzw. J-curve. Co ważne, technologia dostosowuje się i umożliwia lepsze doświadczenie klienta, a także pozwala zarządzającym i funkcjom administracyjnym obsługiwać coraz większą liczbę inwestorów (również – LP) na fundusz, przy całym wymaganym wsparciu operacyjnym i administracyjnym.

Chociaż penetracja inwestycji alternatywnych wśród klientów zamożnych (około 5% ekspozycji) jest nadal znacznie niższa niż w segmencie instytucjonalnym (około 25% w Europie), w ostatnich latach obserwuje się systematyczne zmniejszanie tej luki.

Udział aktywów alternatywnych w rynku do 2032 r.

30%

Rynki prywatne stanowią mniej niż 5% globalnego rynku finansowego

WAN globalnego kapitału prywatnego

13 bln USD

(Źródło: Pitchbook)

Globalne papiery o stałym dochodzie

103 bln USD

(Źródło: SIFMA)

Globalna kapitalizacja rynku akcji

101 bln USD

(Źródło: SIFMA)

Ogólna wielkość bilansów sektora bankowego

98 bln euro

(Źródło: BIS)

(1) Avoiding Wipeout, How to Ride the Wave of Private Markets.

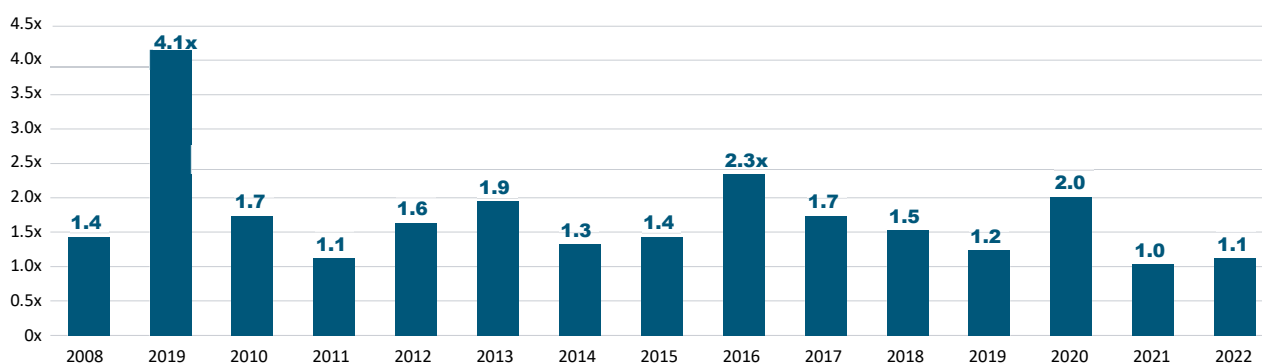
Strategie poruszania się w obecnym środowisku

Private equity- Rynek wtórny

W ostatnich latach wysokie wyceny i wysokie stopy procentowe spowolniły transakcje fuzji i przejęć (M&A), a tym samym dystrybucję na rzecz inwestorów. Zapewniło to znaczącą szansę dla rynku wtórnego, w którym główni inwestorzy (GP) byli w stanie uzyskać dostęp do większej liczby inwestycji z dużymi rabatami, zazwyczaj powyżej średniej historycznej, dzięki niedoborowi kapitału w rynku wtórnym, który jest obecnie szczególnie dotkliwy. Na przykład stosunek tzw. dry powder do wolumenu obrotu w 2022 r. wynosił 1,1x, co oznacza, że przepływ handlowy w tej kategorii (dry powder) wynosił nieco ponad rok, co przekłada się na przewagę cenową dla nabywców wtórnych.

Ograniczona płynność na rynku wtórnym. Dry powder na rynku wtórnym (lata wolumenu transakcji) 2008-2022

Źródło: Lexington estimates dla wolumenu transakcji i Preqin dla importu Dry Powder



Dług prywatny

Chociaż rentowności niepublicznych obligacji korporacyjnych skorzystały na środowisku wysokich stóp procentowych, spodziewamy się, że ta klasa aktywów będzie nadal osiągać dobre wyniki w ciągu najbliższych kilku lat, ponieważ zarządzający powinni osiągnąć znaczną premię na rentowności w zamian za premię za brak płynności (od 2% do 3% w porównaniu z analogicznymi rynkami publicznymi). Jednak selekcja obligacji firm i aktywne zarządzanie będą miały większe znaczenie. Preferujemy strategie z ochroną przed spadkami (zabezpieczenie w postaci aktywów rzeczowych, akcji i/lub gwarancji).

Podsumowanie wyników obligacji niepublicznych w USA.

Źródło: Lincoln International Pitchbook, Bloomberg, Morgan Stanley Research, Dla indeksu S&P 500. Zwrot reprezentuje tutaj średnie zyski obliczone jako odwrotność 12-miesięcznego wskaźnika cena/zysk.

2015-2024	Dług prywatny	S&P500	HY	Single B BSL
Zwroty w ujęciu rocznym	7,5%	13,7%	4,9%	5,2%
Zmienność rocznych stóp zwrotu	2,3%	15,6%	8,5%	6,9%
Sharpe Ratio	3,3	0,9	0,6	0,8
Rentowność (2017-obecnie)	9,8%	5,5%	6,6%	7,1%
Korelacja z długiem prywatnym	-	0,63	0,72	0,82

Ogólnie rzecz biorąc, oczekuje się, że rynek obligacji niepublicznych znacznie wzrośnie w nadchodzących latach, biorąc pod uwagę stosunkowo niewielki rozmiar, jaki nadal stanowi w stosunku do całkowitych źródeł finansowania kapitału (tj. nadal korzysta z nierównowagi między podażą a popytem).

Aby spojrzeć na te liczby z odpowiedniej perspektywy, w 2023 r. globalna wartość niespłaconych instrumentów o stałym dochodzie (*outstanding*) wyniosła 103 bln USD (źródło: SIFMA), a ogólna wielkość bilansów sektora bankowego wyniosła 98 bln USD (źródło: BIS). W związku z tym 1,5-3 bln USD obligacji niepublicznych nadal stanowi bardzo niewielki ułamek z potencjałem do wielokrotnego pomnożenia, biorąc pod uwagę elastyczność, jaką oferuje pożyczkobiorcom i różnorodność prywatnych strategii dłużnych.

Infrastruktura i energia

Infrastruktura okazała się bardzo stabilnym źródłem stóp zwrotu z bardzo niską korelacją z innymi klasami aktywów i klasą aktywów o doskonałej ochronie przed inflacją.

Według McKinsey Global Institute ⁽¹⁾ na infrastrukturę gospodarczą potrzeba rocznie 3,3 bln USD. Stworzy to inwestorom infrastrukturalnym możliwość lokowania kapitału w takich sektorach jak:

- Wytwarzanie energii (wiatr, słońce, fale, gaz, biomasa).
- Przedsiębiorstwa użyteczności publicznej (elektryfikacja i magazynowanie związane ze zmieniającymi się obciążeniami w sieciach elektroenergetycznych pierwotnie zaprojektowanych dla gospodarki nie cyfrowej i bez sztucznej inteligencji, ale które obecnie mają bardzo różne profile obciążenia).
- Centra danych, które w przeszłości były po prostu rozwiązaniem do przechowywania danych w chmurze, ale pojawiły się technologie sztucznej inteligencji oraz Deep learning i są jednymi z najważniejszych osiągnięć naszych czasów. Jednak rozwój sztucznej inteligencji jest zasadniczo związany z infrastrukturą potrzebną do obsługi tych rozwiązań, takich jak łączność danych, transmisja, obiekty kolokacji serwerów i chłodzenie, które są niezbędne do rozwoju tej branży. To samo w sobie zmieni oblicze niektórych sektorów

związanych z infrastrukturą, takich jak inteligentny transport masowy, autonomiczne pojazdy, które staną się "narzędziami", oraz technologie sieci zarządzane maszynowo

- Inne tradycyjne sektory, takie jak edukacja, opieka zdrowotna, bezpieczeństwo i obrona, stoją w obliczu okresu niezbędnej odnowy i ekspansji, szczególnie na rynkach rozwiniętych.

W obecnym środowisku inwestorzy uzyskują dostęp do optymalnych możliwości w zakresie infrastruktury poprzez strategie, które obejmują:

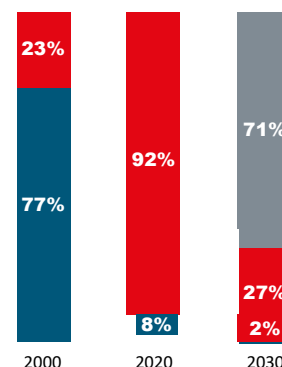
- Strategie akcji o wyższym wzroście (kapitał pierwotny lub koncentracja na mniej dojrzałych aktywach, które korzystają z powyższych kwestii), które oferują wyższe premie za brak płynności i alfę inwestycyjną.
- Strategie akcyjne na rynku wtórnym, dzięki którym inwestorzy mogą budować ukierunkowane, wysokiej jakości portfele, często z dyskontem i obejmujące szybszy cykl inwestycyjny w celu zwrotu kapitału niż tradycyjne fundusze rynku pierwotnego
- Strategie obligacji korporacyjnych w obszarze infrastruktury.

Wreszcie, priorytetowe traktowanie agendy klimatycznej położyło nacisk na inwestycje venture capital związane z infrastrukturą klimatyczną. Ta klasa aktywów wykazuje cechy inwestycji venture, ale generalnie obejmuje inwestycje mające bezpośrednie zastosowanie w branży energetycznej i infrastrukturalnej po komercjalizacji. Venture capital dla infrastruktury klimatycznej było wcześniej

(1) <https://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/business%20functions/operations/our%20insights/bridging%20global%20infrastructure%20gaps/bridging-global-infrastructure-gaps-in-brief.pdf>

Architektura centrum danych. Udział w rynku

Źródło: Big Ideas 2021, ARK Report



■ Legacy (sparc, power)
■ x86
■ ARM / RISC-V

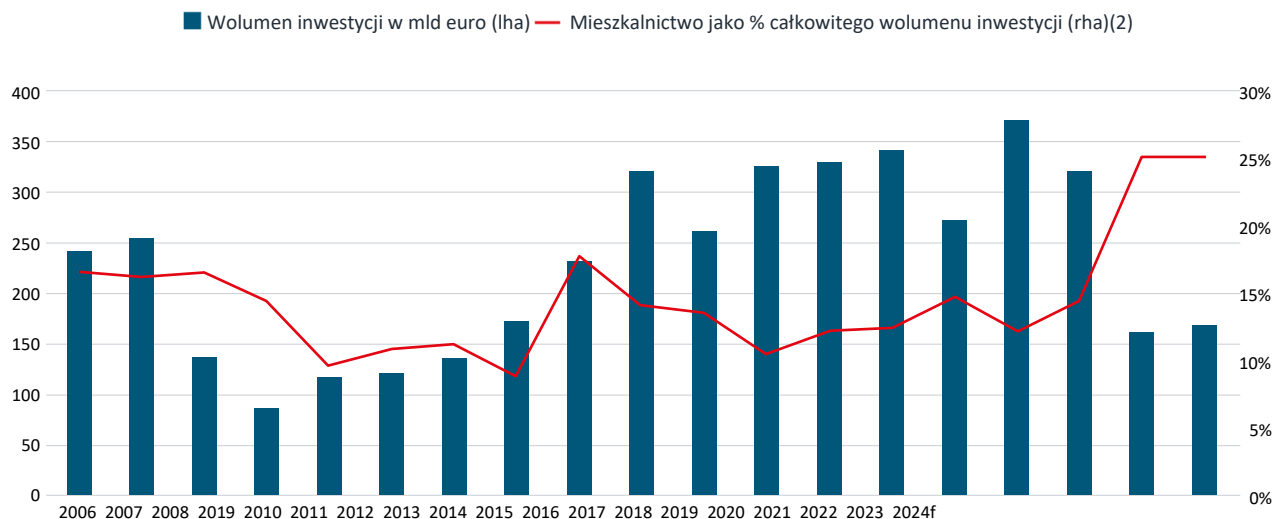
rynkiem niszowym, ale obecnie jest to bardzo istotne uniwersum inwestycyjne wykorzystywane przez rządy, korporacje, inwestorów instytucjonalnych i zamożnych inwestorów, którzy są gotowi zaakceptować ryzyko związane z *venture capital*.

Nieruchomości: W ostatnim czasie wyceny nieruchomości charakteryzowały się zmiennością ze względu na rosnące stopy procentowe, a na niektóre podsektory dodatkowo wpłynęła zmieniająca się dynamika społeczno-gospodarcza, taka jak w przypadku biur i handlu detalicznego (praca zdalna vs. biura, handel detaliczny vs. e-commerce). Uważamy jednak, że obecne wyceny są ogólnie atrakcyjne, biorąc pod uwagę korekty w ostatnich latach, które odzwierciedlały zarówno rosnące stopy procentowe, jak i zmieniające się trendy społeczno-demograficzne.

Inwestorzy na rynku nieruchomości koncentrują się przede wszystkim na sektorze mieszkaniowym w całej Europie, a odsetek transakcji wzrośnie z historycznej średniej 15% do 25% w 2024 r. (patrz poniższy wykres z danymi CBRE). Ponieważ oczekuje się, że popyt na mieszkania w całym spektrum mieszkaniowym pozostanie wysoki, w głównych miastach europejskich spodziewany jest solidny wzrost czynszów.

Wolumen inwestycji w nieruchomości w Europie i udział inwestycji mieszkaniowych

Źródło: CBRE, 2024 R.



Ponadto "alternatywne sektory *nieruchomości*", takie jak domy studenckie lub tzw. flex living dla młodych profesjonalistów, doświadczają niezwykłego wzrostu dzięki nowym formatom opartym na tworzeniu doświadczeń społeczności i reagowaniu na zapotrzebowanie na niedrogie miejsca do życia i niedobór mieszkań, stanowiąc doskonałą okazję inwestycyjną w obecnym otoczeniu gospodarczym: niedobory mieszkaniowe utrzymują się w całej Europie, ze znaczną presją w Europie Południowej, a zwłaszcza w Hiszpanii (ceny wzrosły o +47% w latach 2015-2023, według Eurostatu), z rocznym deficytem mieszkaniowym wynoszącym około 150.000 domów rocznie, według Banku Hiszpanii.

Słownik pojęć

€STR: referencyjna stopa procentowa overnight strefy euro, wolna od ryzyka.

Backwardation: sytuacja, która ma miejsce, gdy cena spot towaru jest wyższa niż cena terminowa tego samego aktywa.

Banxico: Bank Meksyku.

EBC: Europejski Bank Centralny. Organ odpowiedzialny za politykę pieniężną krajów strefy euro.

EPS: zysk na akcję. Liczba uzyskana przez podzielenie zysku netto za dany rok przez całkowitą liczbę akcji w obrocie.

Breakeven: poziom inflacji, dla którego rentowności obligacji nominalnej jest równa rentowności jej realnego odpowiednika (plus inflacja).

Bottom-up: analiza uwzględniająca indywidualną sytuację ekonomiczno-finansową spółki przed oceną wpływu sytuacji sektorowej, a następnie sytuacji makroekonomicznej.

BRL: real brazylijski.

CAGR: Składana roczna stopa wzrostu to stopa zwrotu, jaką inwestycja musiałaby osiągać każdego roku, aby wzrosnąć od salda początkowego do salda końcowego w danym przedziale czasu.

Carry: oczekiwany zwrot z inwestycji przy założeniu, że jej cena nie ulegnie zmianie.

CBO: Biuro Budżetowe Kongresu.

CLP: peso chilijskie.

DAX: główny indeks giełdowy w Niemczech. W jego skład wchodzi 40 największych spółek notowanych na giełdzie we Frankfurcie.

DX: wartość dolara amerykańskiego w stosunku do koszyka walut obejmującego wszystkie główne waluty.

EMBI: indeks rynkowy opracowany przez JP Morgan, który służy jako punkt odniesienia do szacowania ewolucji wschodzącego rynku długu.

EUR: euro.

FED: Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych Jest to instytucja odpowiedzialna za nadzór nad amerykańskim systemem bankowym i definiowanie i wdrażanie polityki pieniężnej kraju.

FTSE 100: brytyjski indeks giełdowy obejmujący 100 spółek o największej kapitalizacji notowanych na Londyńskiej Giełdzie Papierów Wartościowych.

FTSE 250: brytyjski indeks giełdowy obejmujący 250 spółek o największej kapitalizacji, spoza indeksu FTSE 100, notowanych na Londyńskiej Giełdzie Papierów Wartościowych.

Gilt: brytyjskie obligacje rządowe.

Rating inwestycyjny: rating dla obligacji emitowanych przez spółki, które według zewnętrznych agencji ratingowych mają mniejsze niż inne prawdopodobieństwo niespłacenia swoich długów.

GP: zarządzający podejmujący decyzje inwestycyjne w funduszach alternatywnych

LP: inwestor w alternatywne fundusze inwestycyjne

MXN: peso meksykańskie.

NBP: Narodowy Bank Polski. Organ odpowiedzialny za kontrolę mennictwa i obiegu polskiej waluty, złotego.

Nearshoring: strategia outsourcingu polegająca na przenoszeniu usług lub procesów do geograficznie bliskich lokalizacji.

OPEP+: organizacja krajów eksportujących ropę naftową. Obejmuje ona około trzydziestu krajów, na czele z Arabią Saudyjską wśród członków Organizacji Krajów Eksportujących Ropę Naftową i Rosją na czele zewnętrznych sojuszników.

P/E: mierzy stosunek między ceną rynkową akcji a zyskami oferowanymi przez spółkę. Służy do pomiaru, czy akcje są w danym momencie drogie, czy tanie i daje nam informacje o tym, ile lat zajmie nam odzyskanie pieniędzy zainwestowanych w spółkę poprzez jej zyski, pod warunkiem, że pozostaną one stabilne.

PLN: polska waluta (złoty).

REER: realny efektywny kurs walutowy (miara wartości waluty w stosunku do średniej ważonej kilku walut obcych) podzielony przez deflator cen lub indeks kosztów.

Reshoring: proces, w ramach którego firmy przenoszą produkcję i wytwarzanie towarów z powrotem do ich pierwotnego kraju.

Selic: oficjalna stopa procentowa w Brazylii.

Small caps: małe i średnie spółki o niskiej kapitalizacji rynkowej. Stanowią one jednak interesujący segment podmiotów dla niektórych inwestorów, biorąc pod uwagę ich potencjał do przeszacowania, a na tego typu spółkach tworzone są nawet indeksy giełdowe.

Spread: różnica między stopami procentowymi dwóch obligacji i, jeśli nie określono inaczej, jest to różnica między stopą procentową wspomnianej obligacji a stopą procentową obligacji skarbowej o tym samym terminie zapadalności.

Stopa referencyjna: oficjalna stopa procentowa w Meksyku.

Warunki realne: zmienna, z której usunięto wpływ inflacji.

Rentowność: Jest to różnica między wartością, którą obligacja zwróci w terminie zapadalności, a jej ceną zakupu wyrażoną w procentach.

TMEC: Traktat między Meksykiem, USA i Kanadą. Jest to umowa, która powstała w celu zastąpienia Północnoamerykańskiego Układu Wolnego Handlu, lepiej znanego pod akronimem NAFTA, który miał na celu ułatwienie handlu zagranicznego między Meksykiem, USA i Kanadą.

MPR: oficjalna stopa procentowa w Chile (stopa polityki pieniężnej).

Udized: Obligacje rządu federalnego denominowane w jednostkach inwestycyjnych (UDI) zostały stworzone przez Banxico w 1996 roku i są instrumentami inwestycyjnymi, które chronią posiadacza przed nieoczekiwanymi zmianami stopy inflacji.

USD: dolar amerykański .

WIBOR: stopa procentowa na rynku międzybankowym w Polsce.

WIG: indeks giełdowy odzwierciedlający wyniki wszystkich spółek krajowych (z wyłączeniem funduszy inwestycyjnych) notowanych na rynku podstawowym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

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 zobowiązań 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 wynikać 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.