

SPOJRZENIE NA RYNEK

Materiał powstał we współpracy z:

ipopema

Szanowni Państwo,
przekazujemy Państwu trzecie z pięciu wydań nowego opracowania analitycznego Domu Inwestycyjnego Xelion: **Spojrzenie na rynek**. Materiał jest współtworzony wspólnie z Partnerami Gold konferencji Warsaw Investment Summit - nowego wydarzenia na rynku finansowym.

Warsaw Investment Summit to spotkanie tworzone z myślą o potrzebie świadomych inwestorów, polegające na wymianie poglądów, wsłuchaniu się w dyskusje ekspertów oraz zdobyciu rzetelnej wiedzy w bardzo szerokim aspekcie czynników wpływających na sytuację inwestycyjną.

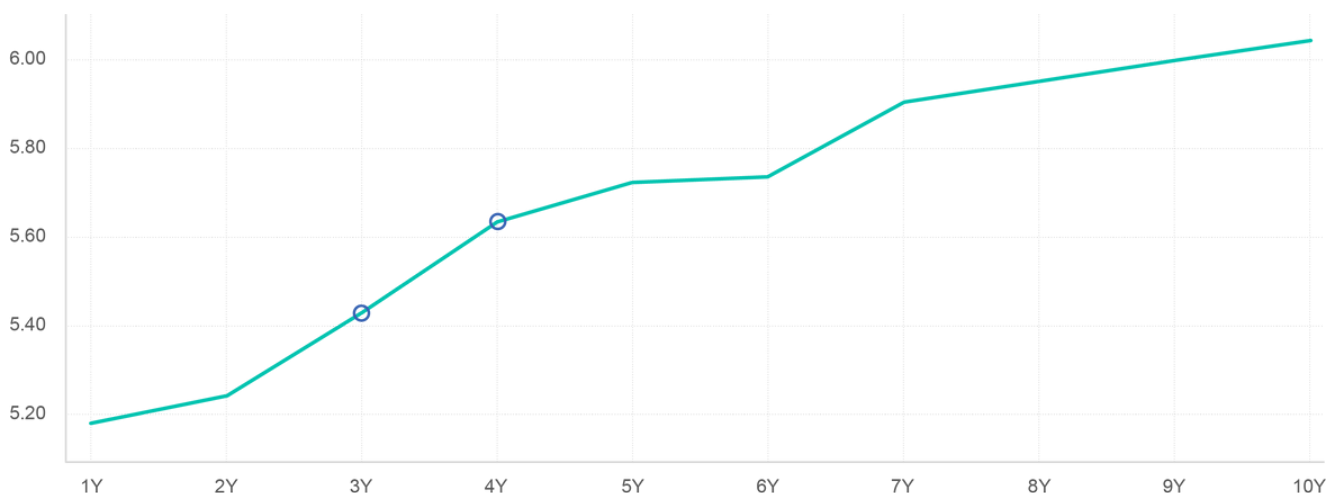
CZEGO MOŻNA SPODZIEWAĆ SIĘ W 2025 R. WEDŁUG ZARZĄDZAJĄCYCH Z IPOPEMA TFI S.A.

I. Rynek długu

Wysoki potencjał dla obligacji skarbowych i funduszy dłużnych w 2025 r.

Rok 2025, zaczynamy od „wysokiego C” na obligacjach skarbowych w Polsce. Rentowność obligacji dziesięcioletnich oscylująca blisko poziomu 6% (rzecz rzadko widziana w ostatnich latach), jest niewątpliwie kusząca dla inwestorów. W uproszczeniu oznacza to, że kupując taki instrument, w perspektywie najbliższych 10 lat możemy oczekiwać średniorocznej stopy zwrotu na poziomie 6% rocznie. Patrząc na alternatywy dla inwestorów, ciężko obecnie znaleźć instrument równie atrakcyjny. Zdecydowanie depozyty taką alternatywą nie są.

Rys. 1. Krzywa dochodowości krajowych obligacji skarbowych



Źródło: Bloomberg

Niewątpliwie przed nami kontynuacja cyklu luzowania polityki monetarnej w Polsce. W związku z tym w perspektywie najbliższych 2-3 lat, obligacje o stałym kuponie powinny triumfować w kategorii inwestycji w instrumenty dłużne. Proces ten choć rozłożony w czasie powinien skutkować spadkiem rentowności w Polsce, która ma szansę znaleźć się po tym czasie niżej o ponad 2 punkty procentowe.

Rys. 2. Rentowność 10 letnich obligacji skarbowych prognoza

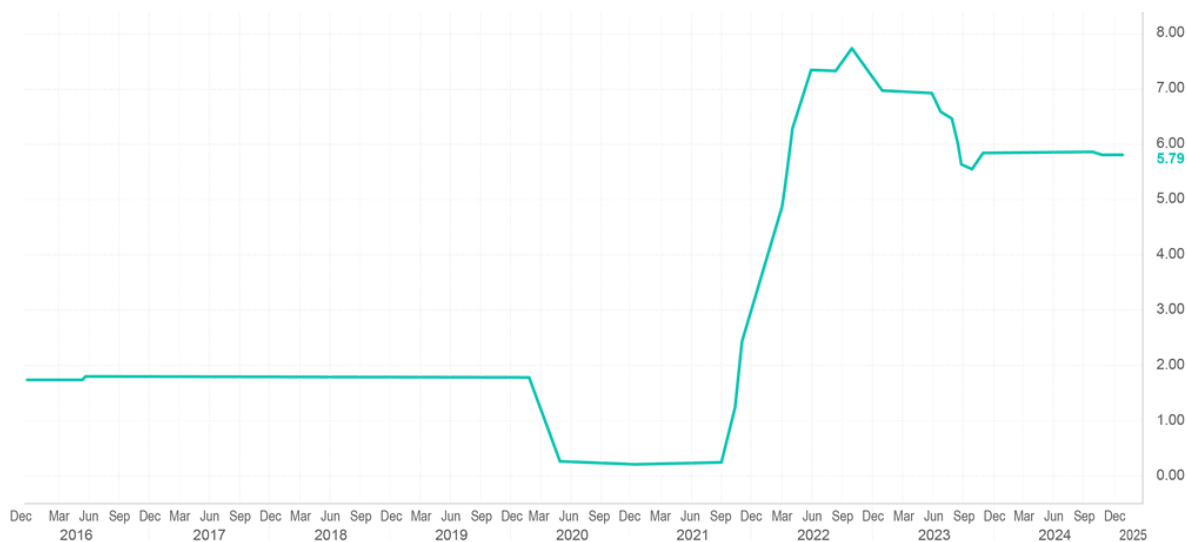


Źródło: Bloomberg

To nie koniec atrakcyjności dla obligacji zmiennokuponowych

Jednak nie każdy akceptuje zmienności na swoich inwestycjach a długie obligacje mogą nieść za sobą chwilowe większe wahania cen. Dla tych klientów wartą rozważenia alternatywą mogą być obligacje zmiennokuponowe, zarówno skarbowe jak i korporacyjne, których kupon oparty jest na stawce WIBOR6M. Ta zaś, choć będzie obniżać się w trakcie cyklu obniżek stóp procentowych, obecnie wynosi 5,79% i będzie oscylowała blisko tego poziomu jeszcze przez dłuższy czas. Nie możemy zapomnieć również o dodatkowej premii, która zwiększa bieżącą rentowność tych instrumentów. Obecnie dla 5 letnich obligacji skarbowych o zmiennym kupnie wynosi ona 75bp a w przypadku obligacji korporacyjnych znajduje się średnio w przedziale 2%-3% ponad stawkę WIBOR6M.

Rys. 3. Kwotowania stawki WIBOR6M



Źródło: Bloomberg

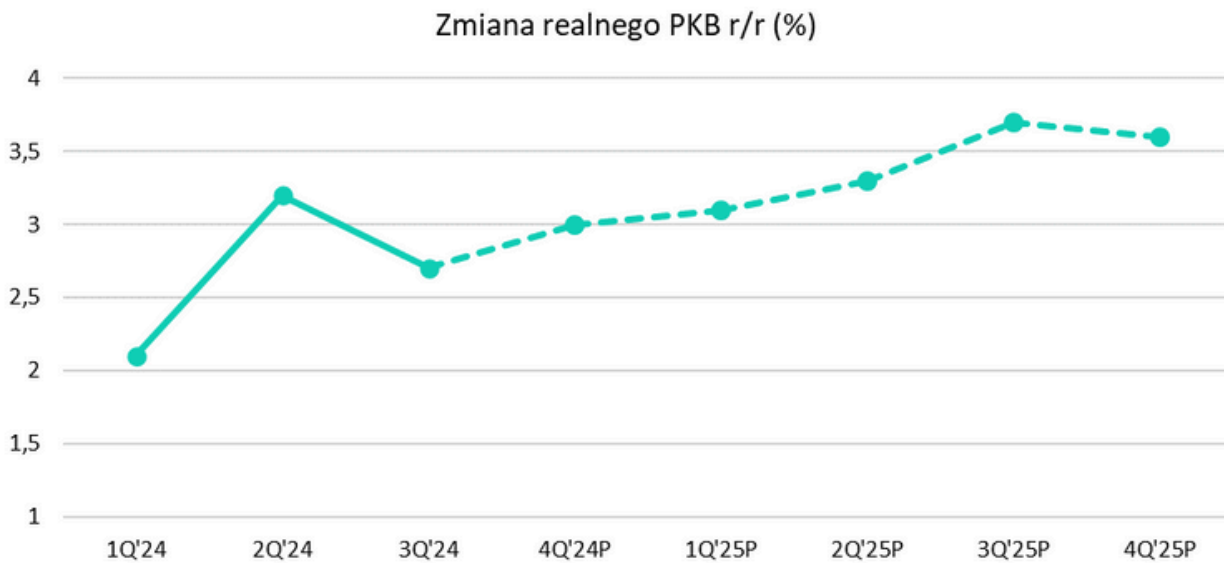
II. Rynek akcji polskich

Refleksje po 2024 roku i perspektywy na 2025 rok

Rok 2024 zakończyliśmy z mieszanymi nastrojami. Z jednej strony polski rynek akcji kontynuował wzrosty zapoczątkowane jesienią 2022 roku, z drugiej jednak skala tego ruchu była wyraźnie mniejsza niż na rynkach rozwiniętych. WIG osiągnął rekordowy poziom 89 650 punktów w maju, jednak kolejne miesiące przyniosły systematyczny spadek, a rok zakończył poniżej poziomu 80 000 punktów.

W 2025 rok wchodzimy zatem z wycenami, które pozostają atrakcyjne – wskaźnik ceny do zysku wynosi poniżej 9x, co oznacza prawie 20-procentowe dyskonto do wieloletniej średniej. Jednocześnie prognozy zakładają poprawę wyników finansowych krajowych spółek giełdowych. Główne ryzyka pozostają związane z (geo)polityką, w tym decyzjami nowego prezydenta USA, wojną na Ukrainie oraz nadchodzącymi wyborami prezydenckimi w Polsce.

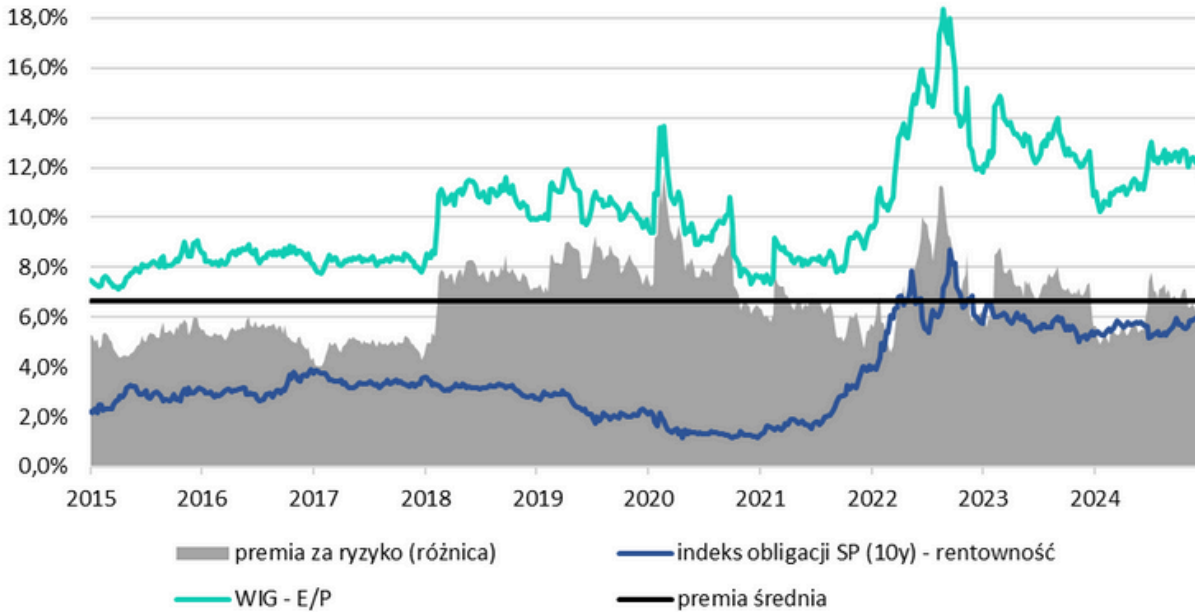
Rys. 4. Koniunktura gospodarcza w Polsce



Źródło: Ipopema TFI S.A., Bloomberg

Podstawą optymizmu na 2025 rok jest obiecująca sytuacja gospodarcza w Polsce. Prognozy wskazują na przyspieszenie wzrostu PKB, przy czym każdy kolejny kwartał ma przynosić wyższą dynamikę rok do roku, w miarę uruchamiania inwestycji finansowanych z funduszy unijnych. Polska ma szansę wyróżnić się na tle innych krajów Unii Europejskiej pod względem tempa poprawy gospodarczej. Przełoży się to na wzrost zysków spółek giełdowych, co z pewnością przyciągnie większe zainteresowanie inwestorów zagranicznych.

Rys. 5. Premia za ryzyko na atrakcyjnych poziomach

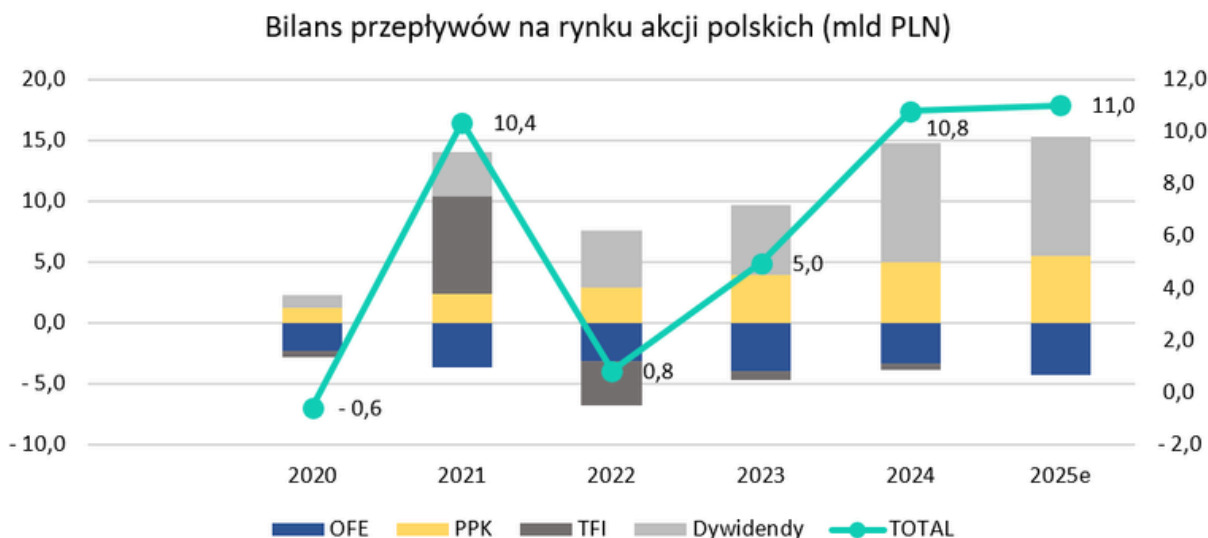


Źródło: Ipopema TFI S.A., Bloomberg

Korekta giełdowa z drugiej połowy 2024 roku zbiegła się w czasie ze spadkiem cen polskich obligacji. W efekcie premia za ryzyko na rynku akcji pozostała na atrakcyjnym poziomie, wynosząc około 6%. W naszej ocenie pozytywne efekty zmiany władzy po wyborach w 2023 roku zostały już uwzględnione w cenach, natomiast skala reform mogła rozczarować. Do czasu wyborów prezydenckich w Polsce raczej nie należy spodziewać się znaczących zmian w tym zakresie.

Kluczowe dla rynku pozostaje ewentualne zakończenie wojny na Ukrainie, która przez inwestorów zagranicznych wskazywane jest jako jeden z głównych czynników ryzyka dla polskiego rynku akcji.

Rys. 6. Bilans napływów kapitału na GPW ma szansę być najlepszy od lat



Źródło: Ipopema TFI S.A., DM Pekao S.A.

Coraz większe znaczenie dla polskiego rynku kapitałowego mają przepływy do Pracowniczych Planów Kapitałowych (PPK), których skala przewyższy wypłaty z Otwartych Funduszy Emerytalnych (OFE). W 2025 roku spodziewamy się również rekordowych wypłat dywidend ze spółek giełdowych do akcjonariuszy. Znaczna ich część jest reinwestowana na rynku kapitałowym, co – podobnie jak w minionym roku – powinno być istotnym źródłem popytu na akcje.

Interesującą ciekawostką może być fakt, że giełdowy szczyt w 2024 roku zbiegł się w czasie z okresem największych wypłat dywidend, z których niemal połowa przypadła na maj.

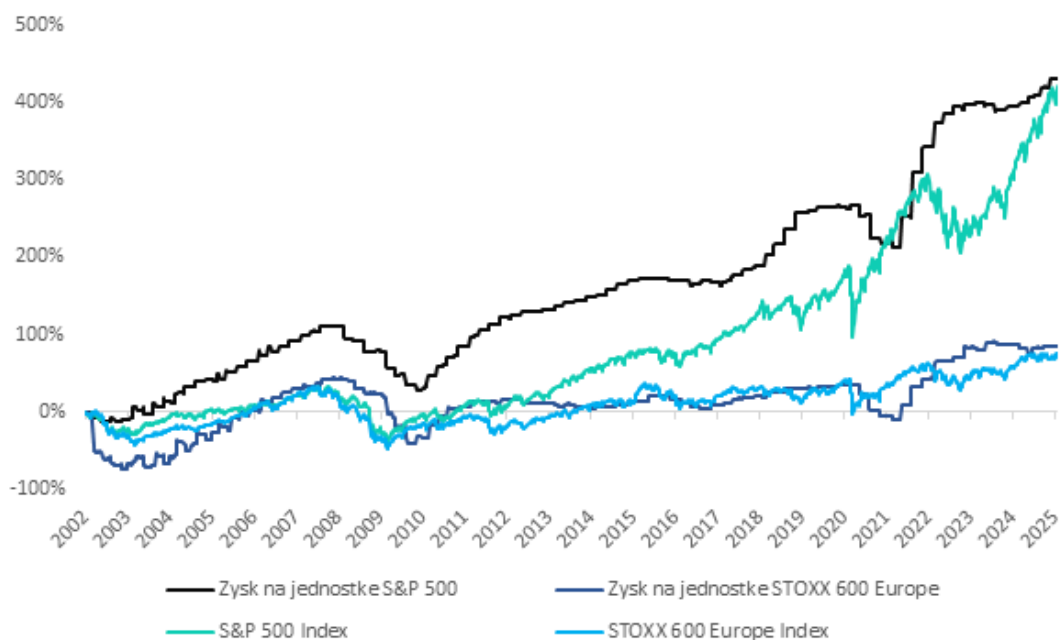
III. Rynek akcji zagranicznych

Dlaczego kursy akcji amerykańskich rosną w nadmiernym tempie (lub... może nie)

Tradycyjnie przy okazji imponujących stóp zwrotu z amerykańskiego rynku akcji za miniony rok pojawiają się pytania, szukające odpowiedzi czy znaleźliśmy się już w spekulacyjnej bańce? Porównując wyceny amerykańskiego rynku do pozostałych rynków światowych, uwagę zwraca porównanie do Chin lub Europy. Najczęściej porównania odnoszone są do wybranych wskaźników finansowych - mnożników albo kapitalizacji, w zależności od tego który lepiej wygląda i lepiej prezentuje się na wykresach.

Tymczasem, jeżeli odetniemy bieżący szum informacyjny oraz spojrzymy z szerszej perspektywy to zobaczymy wyraźnie przyczyny tego, że jedne rynki akcji zachowują się lepiej a inne zdecydowanie słabiej za czym często stoją zyski spółek. Wiele czynników determinuje bieżące zachowanie rynków, włączając w to zmiany sytuacji geopolitycznej, działania i interwencje banków centralnych oraz interwencjonizm państwowy, jednakże na koniec dnia o kierunku w jakim będą podążały ceny akcji decyduje kierunek i tempo zmian zysków przedsiębiorstw. W krótkim terminie zastanawiać się możemy nad mnożnikami wyceny albo rotacjami z jednego segmentu do drugiego, natomiast o tym, gdzie za kilka lat będą akcje danej firmy albo całego rynku zadecyduje po prostu poziom zysków na akcję w tamtym czasie.

Na załączonym wykresie zestawiliśmy ze sobą stopę zwrotu z indeksów S&P 500 oraz STOXX 600 Europe wraz z procentową zmianą zagregowanego zysku na akcję spółek wchodzących w skład tych indeksów. Relacja pomiędzy fundamentami, a kursami jest tu widoczna gołym okiem.

Rys. 7. Akcje, a zyski spółek

Źródło: Opracowanie Ipopema TFI S.A. na podstawie danych z Bloomberg LP.

W krótkim terminie sentyment inwestorów ulega silnym zmianom i dlatego nie sposób przewidzieć humoru rynku i ciągłych rotacji pomiędzy aktywami czy rynkami. Jednak w kontekście strategicznych przeważań danego rynku nad innym należy zawsze zadać sobie pytanie – gdzie zyski będą rosły w najszybszym tempie i jakie są perspektywy na kolejne okresy. Świadomi różnic w wycenach mnożnikowych i sentymencie, czy jednak jesteśmy dziś gotowi założyć się, że europejskie gospodarki dostarczą nam w najbliższych latach szybszego tempa wzrostu niż gospodarka amerykańska?

IV. Rynek metali szlachetnych

Historyczna relacja ceny złota oraz rentowności obligacji skarbowych wykazuje odwrotną korelację. Licząc od początku 2000 roku do końca 2022 roku współczynnik korelacji wynosił $-0,89$, co wskazuje na silne negatywne zależności pomiędzy obserwacjami. W ostatnich dwóch latach obserwujemy „rozerwanie” historycznej relacji pomiędzy ceną złota, a realną rentownością amerykańskich obligacji. Restrykcyjna polityka monetarna USA została w pewien sposób zneutralizowana przez między innymi wydarzenia geopolityczne i w efekcie wzmożoną działalność banków centralnych.

W ubiegłym roku Fed zdecydował o pierwszych obniżkach referencyjnej stopy procentowej, co ciekawe realne rentowności w USA zakończyły rok na wyższym poziomie niż z początku 2024 roku. Ryzyko wydłużonej ścieżki schodzenia inflacji do celu, zostało uwypuklone także po wygranej Trumpa w wyborach prezydenckich. W naszej opinii trend stopniowego luzowania polityki monetarnej przez Fed rozpoczęty we wrześniu 2024 nie uległ zmianie i oczekujemy dalszego obniżania stopy referencyjnej. Natomiast ryzyko zmiany oczekiwań co do tempa luzowania polityki monetarnej może wpływać na podwyższoną zmienność na rynku złota. Finalnie wraz z niższym poziomem referencyjnej stopy procentowej powinniśmy obserwować spadek realnych rentowności obligacji amerykańskich. W otoczeniu utrzymującego się podwyższonego ryzyka geopolitycznego wraz ze stopniowym obniżaniem się realnych rentowności oczekujemy kontynuacji wzrostu cen złota także w 2025 roku.

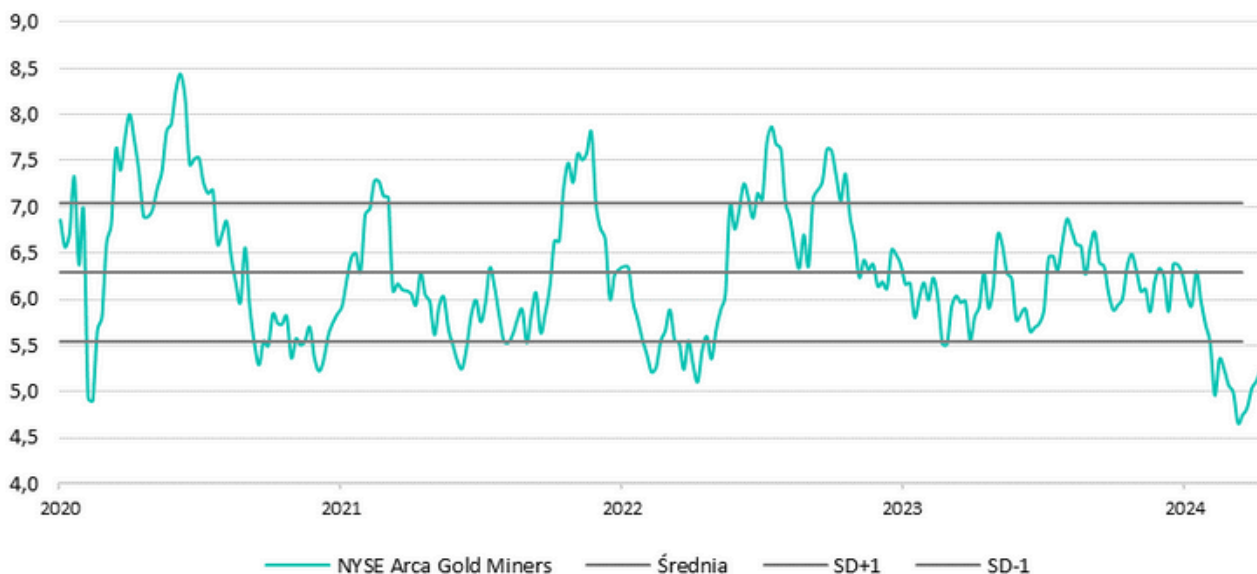
Rys. 8. Realne stopy procentowe, a cena złota \$/oz



Źródło: Bloomberg, Metal Focus, WPIC, IPOPEMA TFI.

Segment spółek wydobywczych w ostatnich latach mierzył się z problemem rosnących kosztów oraz spadkiem wolumenów produkcji. Z jednej strony inflacja wynikająca jeszcze z pandemii koronawirusa wywierała presję na płace, natomiast w kolejnych latach wraz z rosnącym konfliktem Rosji i Ukrainy obserwowaliśmy presję ze strony surowców energetycznych. Przy spadających wolumenach wydobywanego surowca, nawet rosnąca cena złota nie była wystarczającym czynnikiem do neutralizacji negatywnych zjawisk.

Rys. 9. Wskaźnik EV/EBITDA spółek wydobywczych



Źródło: Bloomberg, Metal Focus, WPIC, IPOPEMA TFI.

Powyższe czynniki pogłębiły różnicę stóp zwrotu pomiędzy inwestycją w złoto, a spółki wydobywcze, które ze względu na efekt dźwigni operacyjnej jeszcze w poprzedniej dekadzie były atrakcyjnym wyborem podczas hossy na surowcach. Patrząc prospektywnie oceniamy, iż rynek zdyskontował już większość negatywnych czynników i utrzymujące się od dłuższego czasu problemy są już w cenach, co wyraźnie widać przez pryzmat wskaźników wyceny, które są zdecydowanie poniżej swoich historycznych średnich.

Spojrzenie na rynek okiem Kamila Cisowskiego, Dyrektora Zespołu Analiz i Doradztwa Inwestycyjnego, Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o.

Materiał porusza kwestię kilku interesujących nas aktywów, w tym spółek wydobywających kruszce, którym nieco brakuje „pokrycia analitycznego” po stronie IPOPEMA TFI. Warta uwagi jest także analiza napływów na GPW. Spojrzenie IPOPEMA TFI na rynek jest poza tym w wielu aspektach zbieżne z naszym – również widzimy dużą wartość w krajowym rynku obligacji skarbowych i spodziewamy się, że w końcu przełamią kłutwę lat 2022-2024, w których generowały niezadowolające stopy zwrotu.

Zastrzeżenia prawne:

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie (02-595) przy ul. Puławskiej 107, wpisany do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS: 000061809 („DI Xelion”). DI Xelion prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia udzielonego przez Komisję Nadzoru Finansowego i podlega nadzorowi tego organu. Wymagane przepisami prawa informacje o DI Xelion oraz świadczonych usługach, w tym o pełnej ofercie DI Xelion i pozostałych funduszach, ryzyku związanym z oferowanymi instrumentami finansowymi udostępniane są na stronie internetowej www.xelion.pl lub przed rozpoczęciem świadczenia usługi.

Niniejsze opracowanie:

- zostało sporządzone w celu informacyjnym oraz promocyjnym;
- jest udostępniane w jednakowym brzmieniu wszystkim Klientom za pośrednictwem strony www.xelion.pl;
- nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego;
- nie zostało sporządzone na podstawie zlecenia ze strony Klienta ani w wykonaniu usług świadczonych na rzecz Klienta na podstawie umowy z DI Xelion;
- nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego ani nie stanowi rekomendacji nabycia lub zbycia instrumentów finansowych w ramach tej usługi;
- nie stanowi również informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną, ani rekomendacji inwestycyjnej w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE.

Materiał zawiera treści sporządzone niezależnie od dokonanej przez DI Xelion oceny indywidualnej sytuacji Klienta (m.in. poziomu wiedzy o inwestowaniu w zakresie instrumentów finansowych, doświadczenia inwestycyjnego) oraz nie uwzględnia sytuacji finansowej, potrzeb, cech i celów inwestycyjnych Klienta. Niniejsze opracowanie stanowi wyłącznie wyraz wiedzy oraz prywatnych poglądów autorów według stanu na dzień sporządzenia i nie może być interpretowane w inny sposób. Opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością i starannością przy zachowaniu zasad metodologicznej poprawności, na podstawie ogólnodostępnych informacji, uznanych przez autorów za wiarygodne. Partner, autorzy ani DI Xelion nie gwarantują jednak poprawności, kompletności i dokładności tych informacji. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem i oznacza, że inwestor może utracić część lub całość zainwestowanych środków. Stopień ryzyka zależy od rodzaju i klasy aktywów będących przedmiotem inwestycji. Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej inwestor powinien, oprócz prognozy potencjalnego zysku, określić także czynniki ryzyka, jakie mogą wiązać się z daną inwestycją. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie stanowią wobec kogokolwiek zapewnień ani zobowiązań natury prawnej ze strony DI Xelion, nie mogą stanowić wyłącznej podstawy do skorzystania z usług oferowanych przez DI Xelion lub do podjęcia jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej.

Właścicielem i wydawcą materiału jest DI Xelion. Wszelkie prawa są zastrzeżone. Zabronione jest wykorzystywanie materiału w działalności gospodarczej innej niż działalność DI Xelion. Udostępnienie niniejszego materiału nie jest równoznaczne z przeniesieniem przez DI Xelion majątkowych praw autorskich do niniejszego materiału oraz nie stanowi udzielenia licencji do jego wykorzystywania. Zabroniona jest dekompozycja, dekompilacja, dezintegracja czy też zmiana struktury materiału.