



Michał Stalmach
zarządzający
funduszami akcyjnymi



Mateusz Roda
młodszy zarządzający

Komentarz do wyniku w grudniu 2019 roku

Grudzień zakończył 2019 rok na rynkach w przyzwyczajonych nastrojach. Nie doszło co prawda do podpisania pierwszej fazy umowy handlowej pomiędzy USA a Chinami, ale USA wycofały się z wprowadzenia kolejnych ceł na Chiny. Ustalono też, że umowa zostanie podpisana 15 stycznia, a następnie rozpoczną się dalsze negocjacje. Był to główny czynnik wspierający dobry sentyment na rynku. Sprzyjało to zwiększeniu apetytu na ryzyko, a co za tym idzie wzrostom cen akcji oraz rentowności na rynkach bazowych.

Na początku miesiąca przed Komisją ds. gospodarczych i pieniężnych wystąpiła prezes EBC, Ch. Lagarde. Wskazała, że tempo wzrostu europejskiej gospodarki jest słabe, a pozytywnie wyróżnia się w zasadzie tylko konsumpcja, którą wspiera silny rynek pracy. Wydaje się, że wzrost gospodarczy w Europie zawisł na sektorze usług. Prezes dodała, że bank centralny dokona strategicznego przeglądu swojej polityki strategicznej w 2020 roku.

W grudniu odbyły się posiedzenia FED i EBC. Na pierwszym z nich zgodnie z oczekiwaniami, nie było żadnych nowości. Stopy zgodnie z oczekiwaniami pozostały na poziomie 1,5 - 1,75%. Decyzja ta po raz pierwszy od kwietnia była jednomyślna. Nowe kropki wskazują, że stopy pozostaną bez zmian do końca 2020 roku. 4 z 17 członków oczekiwałoby podwyżki w bieżącym roku. Mediana odczytów kropek wskazuje jedną podwyżkę w 2021 i jedną w 2022. W komunikacie po posiedzeniu stwierdzono, że bieżące nastawienie polityki pieniężnej, czyli stabilizacja po trzech obniżkach w 2019 roku jest właściwa, w celu zobaczenia jak działania wyprzedzające podtrzymują ekspansję amerykańskiej gospodarki. Za podtrzymaniem tego stanowiska przewodnicząca Powell wskazała silne dane z rynku pracy i niskie bezrobocie. Dzień później, również bez fajerwerków odbyło się posiedzenie EBC. Podtrzymano opinię o niskiej presji inflacyjnej, słabym wzroście gospodarczym, ale z oznakami na wyhamowanie spadków wzrostu i szansą na delikatne odbicie dynamiki cen. Obniżono nieznacznie szacunek wzrostu gospodarczego na 2020 rok i podwyższono prognozę inflacji. Po raz kolejny prezes wspomniała o strategicznym przeglądzie polityki EBC. Nie będzie w nim chodziło o zmianę celu, jakim jest utrzymywanie stabilności cen, ale raczej o sposób jego osiągnięcia. Przegląd ma wziąć pod uwagę zmiany klimatyczne, a także kwestię nierówności. Na szczególności tych nowości pozostaje nam jednak poczekać.

12 grudnia odbyły się też przedterminowe wybory do Izby Gmin w Wielkiej Brytanii. Zakończyły się one zdecydowanym zwycięstwem Partii Konserwatywnej. Torysi uzyskali bezwzględną większość parlamentarną, więc Boris Johnson będzie mógł teraz prawdopodobnie bez problemów przeprowadzić całą procedurę Brexitową na wynegocjowanych przez siebie warunkach. Jest to scenariusz wspierający „risk-on”, choć ze względu na to, że sporo już zostało zdyskontowane, nie należy oczekiwać zbyt wiele.

W grudniu po raz kolejny zobaczyliśmy słabszy od oczekiwań odczyt ISM w amerykańskim przetwórstwie. Nieznacznie gorszy był też odczyt ISM poza przetwórstwem. Negatywny sentyment po nich błyskawicznie rozwiały zaskakująco dobre dane z amerykańskiego rynku pracy, które wskazały, że amerykańska gospodarka w sektorze pozarolniczym stworzyła 266 tys. miejsc pracy wobec oczekiwanych 180 tys. Spowodowało to skokowy wzrost rentowności.

Na krajowym rynku treść grudniowego komunikatu po posiedzeniu RPP nie wniosła praktycznie nic nowego w porównaniu do poprzedniego. Podtrzymano pozytywną opinię odnośnie krajowej i wskazano, że ryzyka mają charakter zewnętrzny. Wzrost gospodarczy w 2019 powinien wynieść powyżej 4% oraz nieznacznie poniżej 4% w nowym roku. Kwestię rosnącej inflacji określono jako niewymagającej interwencji RPP, ponieważ nie jest ona kreowana przez popyt. Temat podwyżki stóp jest więc dalej zamknięty i zapewne większe szanse są na to, że pierwszym ruchem będzie obniżka. W najbliższym czasie jednak większość członków opowiadać się zapewne będzie za stabilizacją stóp procentowych, chociaż zakładamy, że są możliwe wnioski o podwyżkę, jak i obniżkę stóp. Pierwsze będą argumentowane zapewne wysokimi odczytami inflacji w 1Q20, a drugie słabnącym wzrostem gospodarczym.

W grudniu doszło do wzrostu rentowności na rynkach bazowych obligacji. W przypadku 10-letniego benchmarku amerykańskiego był to wzrost z 1,78% do 1,92%, z kilkukrotnie testowanym maksimum na poziomie 1,94%. Rentowność 10-latki niemieckiej wzrosła z -0,36% do -0,19%, co było też najwyższą

wartością w tym miesiącu.

Polski rynek obligacji poddał się globalnemu optymizmowi i idącemu za nim wzrostowi apetytu na ryzyko. W ciągu miesiąca rentowność 10-letniej obligacji Skarbu Państwa wzrosła z 2,01% do 2,12%, na koniec grudnia, co również było najwyższym odczytem za cały miesiąc. Przez cały miesiąc poziom ASW była stabilny i na 10-ciu latach zawężił się z 30 do 26 p.b., a 5-letni zawężił się z 9 p.b. do 3 p.b. Spread polskiej do niemieckiej 10-latki w całym miesiącu był bardzo stabilny i zawężił się z 237 do 230 p.b.

Trzeba pamiętać, że przerwa świąteczna - noworoczna rządzi się swoimi prawami i tak naprawdę prawdziwy obraz sytuacji po napływie pozytywnego sentymentu w końcówce roku zaczniemy poznawać dopiero od 7 stycznia.

W grudniu Ministerstwo Finansów przeprowadziło jedną aukcję zamiany obligacji. Była ona jednak bardzo skromna. Sprzedano obligacje za 2,2 mld PLN przy popycie 2,6 mld PLN. Największe zainteresowanie skupiło się na 5-letnich benchmarku stałokuponowym. Ministerstwo Finansów podało, że po przetargu zamiany ma prefinansowane około 40% potrzeb pożyczkowych na rok 2020, a na rachunkach budżetowych na koniec roku będzie około 20 mld PLN. W pierwszym kwartale tego roku odbędzie się 4-5 aukcji regularnych, na których zostaną zaoferowane obligacje za 17-27 mld PLN. W styczniu aukcje odbędą się 9 i 24 dnia miesiąca. Ponadto w pierwszym kwartale odbędzie się do dwóch aukcji zamiany.

Po roku przerwy, tym razem Mikołaj dojechał na GPW, choć do końca drżeliśmy czy oby na pewno będzie miał po drodze. Ostatecznie jednak nie wszystkich obdarował po równo, a tym którzy nie zasłużyli się przez poprzednie miesiące roku, tu niechlubnie prezentował się WIG20, dał lekką karę. W efekcie WIG20 stracił w grudniu 0,4% (+2,7% w USD), największy pupil roku czyli SWIG80 zyskał 2,6%, a mWIG40 pozwolił dzięki 3,2% stopy zwrotu skończyć rok ponad kreską. W efekcie SWIG80 zyskał w 2019 roku 18,1%, mWIG40 3,0%, a WIG20... stracił 2,6% (-3,5% w USD, wszystkie stopy zwrotu z uwzględnieniem dywidend).

Przechodząc na poziom indeksów światowych w grudniu poza konkurencją pozostawał MSCI EM, wspierany porozumieniem handlowym na linii USA - Chiny. 7,4% stopy zwrotu w grudniu pozwoliło zakończyć rok solidnym, 18,6% zyskiem.

Dwanaście miesięcy temu pisaliśmy, że 2019 rok zaczynamy z niskiego poziomu rentowności polskich obligacji. Cóż mamy napisać teraz, gdy rentowność 10-letniego polskiego benchmarku na początku 2020 roku znajdowała się w okolicach 2,1% wobec 2,8% rok wcześniej. Nie napiszemy, więc że jesteśmy na niskich poziomach, ponieważ w ciągu roku byliśmy jeszcze niżej, a mianowicie testowaliśmy dwukrotnie rentowność 1,7% na 10-letnim benchmarku. Są to poziomy dosyć abstrakcyjne, jeśli spojrzemy jaką mamy inflację, a szczególnie jak rosną ceny żywności. No ale cóż, taki mamy klimat i to co najważniejsze, nie tylko w Polsce, ale na świecie. To jedno z zasadniczych stwierdzeń podsumowujących zachowanie polskiego rynku obligacji skarbowych. Bowiem to nie czynniki lokalne grały główne skrzypce na krajowym podwórku, a światowy trend i stąd zachowanie się polskiego rynku praktycznie identyczne jak rynków bazowych. Wraz za spadkiem rentowności papierów amerykańskich i krajów strefy euro spadała rentowność niemal na całym świecie, w tym na rynkach krajów Europy Środkowo - Wschodniej. Solidny wzrost PKB, czy wyższe, począwszy od kwietnia, odczyty CPI nie zrobiły wrażenia na inwestorach, szczególnie tych zagranicznych, którzy chętnie kupowali polskie papiery z coraz to niższą rentownością. Pierwszy kwartał nie wskazywał jeszcze na taki scenariusz, a wręcz bliżej było do wyhamowania trendu spadkowego rozpoczętego jesienią 2019. Poznaliśmy program socjalny partii rządzącej, który wprowadził stan nerwowości na rynku gdy zaczęto podliczać wszystkie obietnice. Jednak to, co zaczęło się dziać od początku maja spowodowało, że wszyscy zapomnieli o jakichkolwiek powodach dla wzrostu rentowności polskich papierów. Zaostrzenie się relacji USA - Chiny i związanych z tym obawy o światowy wzrost gospodarczy spowodowało polskie rentowności do wspomnianego poziomu 1,7% w sierpniu i wrześniu tego roku. Po podwójnym dołku rentowność polskiego 10-letniego benchmarku kształtowała się w przedziale 1,9 - 2,2% w zależności od sentymentu na rynkach bazowych, które również uległy konsolidacji na wyższych poziomach rentowności. Ta poprawa nastrojów wynika z częściowego rozwiązania problemu Brexitu, spadku napięcia na linii USA - Chiny, zwłaszcza informacji o wynegocjowaniu pierwszej fazy porozumienia z Chinami i wycofania się Amerykanów z wprowadzenia ceł 15 grudnia. Bez wpływu na rynek obligacji i walutowy pozostały wyniki wyborów do parlamentarnych zarówno krajowych, jak

i europejskich, a rynek przyzwyczał się już do umiarkowanie stabilnej sytuacji budżetu i ignorowania wszystkich drobnych zmian politycznych.

Mocne zachowanie giełd w 2019 roku to po pierwsze efekt przeceny z jesieni 2018 roku, co doprowadziło do relatywnie niskich poziomów „startowych” oraz po drugie prowadzonej na szeroką skalę ekspansyjnej polityki monetarnej. Przy płaskich EPS, wzrost indeksów to efekt wzrostu mnożników, które znajdują się obecnie powyżej 10-letnich średnich. W całym ubiegłym roku najwyższą stopę zwrotu osiągnął Nasdaq 100 +39,5% (w tym +4,0% w grudniu), następnie S&P500 +31,5% (+3,0%), DAX +25,5% (+0,1%) oraz DJIA +25,3% (+1,9%).

Wyniki subfunduszu

Choć w 2019 roku GPW, na tle indeksów światowych indeksów rozczarowała, dla nas był to bardzo udany okres. Skarbiec III Filar skończył grudzień, tak jak i cały rok, na drugim miejscu w grupie porównawczej. Stopy zwrotu wyniosły odpowiednio 2,0% oraz 8,8% przy medianach w grupie porównywanych równych 0,2% i 2,1%. Mamy satysfakcję, że udało nam się z nawiązką odrobić straty z 2018 roku. Wierzymy, że nasz optymizm podzielają również zadowoleni Klienci.

Po krótko podsumowując pozytywną kontrybucję w grudniu, ponownie dobrze „zapracowała” branża producentów gier. Portfel instrumentów dłużnych kontrybuował w grudniu nieznacznie ujemnie do wyniku. Na miesięczny wynik wpływ miały wzrosty rentowności na polskim rynku, wynikający z wzrostu rentowności na globalnym rynku. Dodatkowo wpływ na wynik miały narastające kupony.

Z kolei analizując cały miniony rok dwie z naszych spółek portfelowych wypracowały stopę zwrotu przekraczającą 100% (jedna polska i jedna zagraniczna), a jedna była bardzo blisko tego wyniku. Kolejne osiem typów, kontrybuowało z wynikiem przynajmniej +50%. Wśród najlepszych typów 2019 roku znaleźli się krajowi producenci gier i spółki konsumenckie oraz zagraniczne IT healthcare.

Pozycjonowanie subfunduszu

Alokacja w akcje wynosi około 45%. W dalszym ciągu portfel oparty jest o krajowe blue chips i „misie” oraz spółki zagraniczne. Mając pozytywne „view” na rynek krajowy część polska została obecnie podwyższona wobec czego ekspozycja zagranicznej spadła do ok. 15% części udziałowej, wobec standardowo ok. 33%.

Część dłużna portfela zbudowana jest w oparciu o obligacje Skarbu Państwa. Zdecydowaną większość stanowiły papiery o stałym kuponie. Duration portfela było przez cały miesiąc, tak jak w drugiej połowie listopada, niższe od średniego w całym roku. Z takim pozycjonowaniem wchodzimy również w nowy rok, tak aby ograniczyć straty przy rentowności.

Strategia inwestycyjna

W obecnym komentarzu chcielibyśmy skupić się na przyszłości i przestawić nasze oczekiwania na 2020 rok, gdyż wydaje się, że dla polskich akcji może być on przełomowy, ale po kolei.

Przed nami nowy rok i nowe wyzwania. W naszym scenariuszu 2020 będzie nieco spokojniejszy pod względem zmienności rynkowej. Pozytywne wydarzenia z ostatniego kwartału 2019 odsuwają póki co bicie rekordów niższych rentowności, jakich spodziewaliśmy się jeszcze w wakacje, na dalszy plan. Bazowym scenariuszem jest dla nas kontynuacja wzrostu rentowności wraz z dalszą poprawą sentymentu na globalnym rynku w pierwszych miesiącach roku. Wyłączamy z tego scenariusza jakieś zdarzenia nadzwyczajne (szczególnie te o negatywnej wymowie), jak konflikt USA - Iran, których nie sposób przewidzieć, a które mogą mieć duży wpływ na awersję do ryzyka i odpływ kapitału do bezpiecznych przystani. Brak póki co czynników, które całkowicie przywróciłyby pozytywny klimat i spowodowałyby mocny ruch na rentownościach w stronę przeciwną do roku ubiegłego, jednak sądzimy że niewielki ruch w górę jest prawdopodobny. Ogólny sentyment poprawił się, główne banki centralne podjęły działania wyprzedzające spowolnienie koniunktury i teraz będą czekały na ich efekty.

Na początku roku powinniśmy zobaczyć górkę w odczytach polskiej inflacji CPI. Wydaje się być pewne, że przekroczy ona 4% i tym samym przebijie górne widełki celu inflacyjnego. Według nas nie będzie to jednak bodźcem do zmiany polityki, a nawet retoryki RPP, która już wcześniej informowała, że szczyt

inflacji zobaczymy w 1Q20. Następnie ma jednak ona powrócić w widełki celu inflacyjnego. NBP kolejną projekcję inflacji przedstawi w marcu, czyli wtedy kiedy będzie prawdopodobnie już po górze inflacyjnej.

To, co może zaniepokoić i rozczarować w roku 2020, to tempo spowalniania polskiej gospodarki. Jeśli poprawa nastrojów na świecie będzie za słaba, to może dotknąć to polski eksport, a tylko na konsumencie gospodarki oprzeć się nie da. Mogą nie wystarczyć podwyżki płacy minimalnej, a w konsekwencji także tych wyższych, które wspiera silny rynek pracownika. Kolejnym spowalniającym czynnikiem mogą być inwestycje, szczególnie te samorządowe.

W styczniu czekają na nas posiedzenie EBC i FED, które nie powinny przynieść żadnych nowych, zaskakujących informacji. Raczej powinniśmy czekać na złapanie równowagi przez uczestników rynku po powrocie z przerwy świąteczno - noworocznej w lepszej płynności i otoczeniu sprzyjającym scenariuszowi „risk-on”.

Nasz rynek wydaje się być bardzo atrakcyjny dla inwestorów zagranicznych. Stabilny rating, zrównoważona gospodarka i sytuacja budżetowa oraz brak zmian po wyborach kreuje dobry wizerunek naszego rynku w oczach inwestora zagranicznego. Wsparcie ze strony RPP, która nie przewiduje podwyżek stóp podczas okresowego zwiększenia się inflacji powinien przyciągać do Polski inwestorów szukających inwestycji w dług skarbowy i alternatywy dla ujemnych stóp w strefie euro. Uważamy, że nasz rynek obligacji po tym, jak w ostatnich miesiącach zachowywał się podobnie jak rynki bazowe, w I kwartale 2020 może być trochę słabszy w przypadku zaskakujących odczytów inflacji lub napięć na linii USA - Iran. Uważamy że, w dłuższym terminie, wykluczając scenariusz jakiejś eskalacji działań militarnych, polskie obligacje skarbowe mogą być mocniejsze niż bezpieczne przystanie kapitału. Oznaczałoby to dalsze zawężenie się spreadu np. do obligacji niemieckich.

Podsumowując, sądzimy, że polski rynek obligacji czeka okres wzrostu rentowności. Sprzyjać temu będą dobry klimat światowy, poprawa nastrojów gospodarczych i wysokie odczyty inflacji. Ze względu jednak na długość trwania cyklu gospodarczego na całym świecie, uważamy, że poprawa nastrojów nie jest stanem permanentnym i w 2020 zobaczymy nie raz powrót niepokoju o wzrost gospodarczy na świecie, co będzie kolejną okazją do zarobienia na rynku długu. Jeśli nie dojdzie do bardzo silnej przeceny polskiego długu, to naszym zdaniem rentowności nie powinny wzrosnąć powyżej 2,5% na 10-latach i w dłuższym terminie zaangażowanie w obligacje będzie dobrą decyzją. Nie będzie też wielkim zaskoczeniem, jeśli ruchy przeceny będą kończyły się na poziomie 2,2% czyli w okolicach górnego zakresu zmienności rentowności z ostatniego okresu. Jak pokazuje początek roku, wydarzenia polityczne mogą znowu być kreatorem zmienności na rynku.

Część dłużna portfela subfunduszu zgodnie z przyjętą strategią będzie nadal zbudowany przede wszystkim w oparciu o rynek polskich obligacji skarbowych. Duration portfela pozostanie co do zasady zbliżone do benchmarkowego, z odchyleniem w dół, jeżeli na rynku będzie utrzymywać się pozytywne nastawienie do ryzykownych aktywów.

Powszechne przekonanie o silnej zależności pomiędzy gospodarką a giełdą, co prawda sprawdza się w długim terminie (mierzonym w dekadach), lecz nie koniecznie w krótkim, a nawet średnim.

Zachowanie WIG i zmiana PKB Polski za lata 2003-2019 oraz prognoza PKB na 2020



Źródło: Bloomberg, prognozy Citi Handlowy

W latach 2018-2019 silna polska gospodarka nie przełożyła się na wzrosty na giełdzie. Czy to oznacza, że możemy również doświadczyć odwrotnej tendencji - jak na przykład w 2012 roku? Prognozy ekonomistów zakładają, że spowolnienie dynamiki wzrostu PKB będzie raczej łagodne i spodziewane, co nie powinno stanowić negatywnego czynnika dla zachowania indeksu polskich akcji. Poważniejszych czynników ryzyka upatrujemy ze strony czynników specyficznych dla naszego rynku (temat kredytów CHF, zagraniczne przepływy kapitału, geopolityka, itd.). Dlatego jesteśmy pozytywnie nastawieni wobec możliwości jakie stawiać będzie przed nami polski rynek w 2020 roku. Czy tego już gdzieś nie widzieliśmy? Pomimo spowalniającej globalnej gospodarki giełdowe indeksy, czy to amerykański czy niemiecki dostarczyły ponad 25-procentowe stopy zwrotu w 2019 roku.

Niemniej jednak czynnikiem wspierającym notowania lokalnych spółek powinny okazać się w końcu zyski. Po kilku słabszych kwartałach, 2Q 2019 był przełomowy dla wzrostu zagregowanych zysków spółek (dynamika wyniosła 9%). Z kolei w 3Q 2019 pomimo spadku dynamiki pozytywnie zaskoczyła szerokość wzrostu (2/3 z 100 analizowanych (najpłynniejszych) spółek poprawiło r/r zyski na poziomie netto).

Zmiana r/r skumulowanych zysków dla 100 najpłynniejszych spółek z GPW

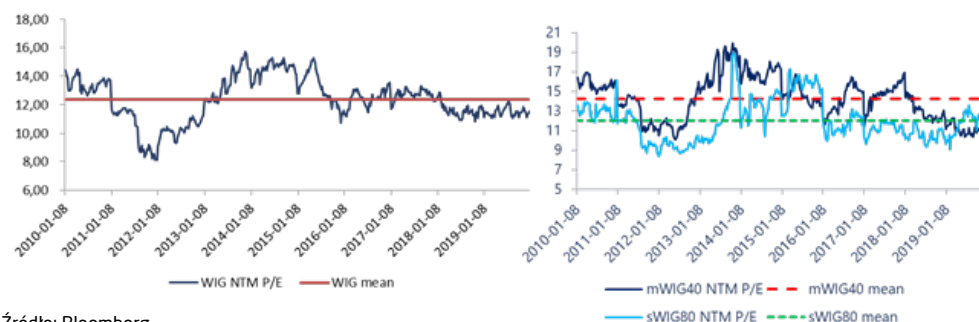


Źródło: Bloomberg, prognozy własne

Prognozy domów maklerskich wskazują na utrzymanie pozytywnej tendencji w kolejnych kwartałach a inflacja powyżej wzrostu cen w przemyśle (PPI) daje podstawy o oczekiwać poprawy marż spółek. Zakładamy, że w całym 2020 zyski na poziomie zagregowanym mają szansę **wzrosnąć o 9% r/r...**

... a spółki, w szczególności „misie”, są **atrakcyjnie wyceniane**.

Wyceny (P/E) dla polskich indeksów od 2010 roku do obecnie

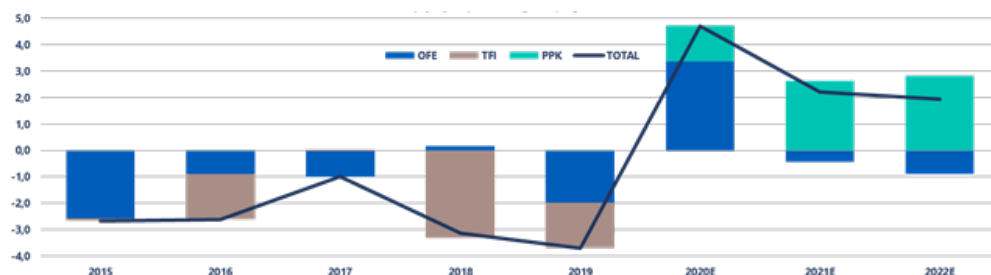


Źródło: Bloomberg

WIG jest obecnie handlowany na PE 12M forward na poziomie 11,5x (najniżej od 2012 roku) oraz 6,6% poniżej długoterminowej średniej. Zdecydowanie największe dyskonto, równe 21,5%, osiąga mWIG40, przy jedynie 2,2% dla WIG20 i 0,3% dla sWIG80. Cały WIG jest również notowany z dużym dyskontem do MSCI EM (-21,75%), co wydaje się ograniczać potencjał spadku.

... i te dyskonta mogą naszym domknąć zakupy ze strony krajowych inwestorów.

Napływy kapitału na GPW wg źródeł



Źródło: Ipopema Securities

Po dwóch latach odpływów z OFE i TFI oraz traceniu wagi w MSCI EM (szacujemy, że w 2019 roku w związku z traceniem przez Polskę wagi w indeksie MSCI EM podaż inwestorów zagranicznych przekroczyła 1 mld USD), odwrócenie przepływu kapitału zagranicznego powinno być istotnym czynnikiem wspierającym notowania spółek w 2020 roku. Wartość krajowych akcji w portfelach TFI jest najniższa od 2009 roku, stąd trudno oczekiwać, że powyższa sytuacja mogłaby się jeszcze znacznie pogorszyć. Zakładamy, że netto w bieżącym roku będzie to kwota równa zero, jednak można sobie również wyobrazić, że po dobrym początku roku chciwość weźmie górę i negatywna tendencja się odwróci. Przechodząc do strony popytowej, oczekujemy, że w 2020 napływy do PPK wyniosą 1,7 mld PLN (przy 35% partycypacji). Z kolei zakupy dokonywane przez OFE mogą w 2020 roku wynieść nawet ponad 3 mld PLN. Łącznie stanowiłoby to kwotę ponad 4,2 mld PLN (zagaladamy, że 30% części udziałowej będzie lokowana w akcje zagraniczne). Realizacja takiego scenariusza stanowi swoisty „game changer” dla zachowania polskiej giełdy. Powyższy wpływ będzie w szczególności dotyczyć małych i średnich spółek, na które oddziałują przede wszystkim środki pochodzące od krajowych inwestorów, przez wzgląd płynności pozostając poza radarami inwestorów zagranicznych.

Cytując tekst piosenki „Nic nie może wiecznie trwać”, uważamy że środowisko poprawiających się zysków spółek oraz istotna poprawa salda przepływów, mogą po dwóch latach słabości, przełożyć się na bardzo dobre zachowanie krajowego indeksu. Nasuwa się pytanie, **ile teoretycznie mogłyby wzrosnąć WIG w 2020 roku?**

Wyceny (P/E) dla WIG od 2010 roku do obecnie



Źródło: Bloomberg

Składową stopy zwrotu z inwestycji są zarówno zmiany zysków spółki i mnożnika wyceny oraz dywidenda (którą pomijamy w naszej kalkulacji, gdyż jej delta rok do roku nie powinna mieć istotnego znaczenia). Jeśli przyjąć scenariusz bazowy, że strona kupująca wykorzysta efekt dyskonta w wycenie i będzie dążyć do powrotu w kierunku wieloletnich średnich, a prognoza wzrostu skumulowanego zysku spółek z WIG to 9%, okazuje się, że teoretycznie potencjał wzrostu dla polskiej giełdy to solidne 16%.

Wracając jeszcze do kwestii PPK, chcielibyśmy obalić pewien mit zgodnie z którym spółki z WIG20 (a w opinii niektórych wprost spółki państwowe), są głównym beneficjentem nowego programu.

Obroty na WIG20 oraz pozostałych spółkach w 2019 roku oraz teoretyczne w 2020 roku po uwzględnieniu PPK



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

W 2020 roku przy 35% partycypacji napływy do programu PPK powinny wynieść ok. 1,7 mld PLN, w tym ok. 0,75 mld PLN na WIG20 oraz 0,45 mld PLN na „misie”. Z kolei obroty na GPW w 2019 roku wyniosły 191,3 mld PLN, w tym 162,6 mld PLN przypadało na WIG20 oraz 28,7 mld PLN na pozostałe spółki. Zestawiając zatem historyczne obroty z prognozowanymi napływami, nominalnie więcej zyskałyby blue chips, jednak relatywnie napływ na „misie” ma szansę być zdecydowanie bardziej odczuwalny (może być 3x większy).

Przechodząc do klasycznego pytania **WIG20 czy „misie”?** Duże spółki pozostają pod wpływem polityki, które to ryzyko dało się ponownie odczuć inwestorom m.in. poprzez nieoczekiwane zmiany w zarządzie Pekaó czy wezwanie PKN Orlen na Energe, które zrodziło typowanie kolejnych przejmujących i silne przeceny spółek o dobrej sytuacji bilansowej. Poza tym największe spółki pozostają pod wpływem trudnych do przewidzenia globalnych flowów i funduszy pasywnych. Brak powyższych ryzyk w gronie prywatnych spółek „misiowych”, którymi zainteresowanie wykazują przede wszystkim krajowi inwestorzy, wydaje się być silnym argumentem na ich korzyść. Ponadto relatywnie lepsze momentum wynikowe w „misiach” niż blue chips (o kilka punktów procentowych, które to może się jeszcze rozszerzyć przy rosnących rezerwach na kredyty frankowe), w połączeniu z ich atrakcyjniejszą wyceną mnożnikową i wyższymi stopami dywidend, łącznie przekłada się na wyższą oczekiwaną stopę zwrotu utwierdza nas w przekonaniu, że w swojej podgrupie małe i średnie spółki prezentują się zdecydowanie bardziej atrakcyjnie.

Pozostając optymistyczne nastawieni, chcielibyśmy jeszcze poruszyć kilka czynników, które mogłyby zaskoczyć **na plus w 2020** roku. Zaczynając globalnie: (i) walka o reelekcję przez prezydenta Trumpa i deeskalacja „wojny” handlowej oraz (ii) długo oczekiwane osłabienie USD, wspierające napływy do funduszy rynków rozwijających. Schodząc na poziom lokalny, wymienilibyśmy: (i) rosnący stopień partycypacji w PPK, (ii) korzystne informacje z „frontu” banki – klienci w sporach o kredyty walutowe, (iii) napływy do TFI oraz (iv) dalsze wsparcie konsumenta jako toczącej się kampanii prezydenckiej. Ponadto wydaje się, że poprzez negatywne postrzeganie spółek państwowych i sektora bankowego sentyment do GPW jest obecnie bardzo słaby. W naszej ocenie taki rozkład szans/ryzyk daje dostawy sądzić, że przy nawet niewielkiej poprawie w tym zakresie jest potencjał do re-ratingu wskaźników.

Podsumowując wydaje nam się, że o ile nie doświadczymy nagle załamania globalnego sentymentu, to może być dobry rok dla polskiej giełdy, w szczególności małych i średnich spółek.