



Scenariusze rynkowe  
**TFI PZU na 2025 rok**



# Polska gospodarka wrzuci jeszcze wyższy bieg

Prognozy gospodarcze dla Polski i dla świata

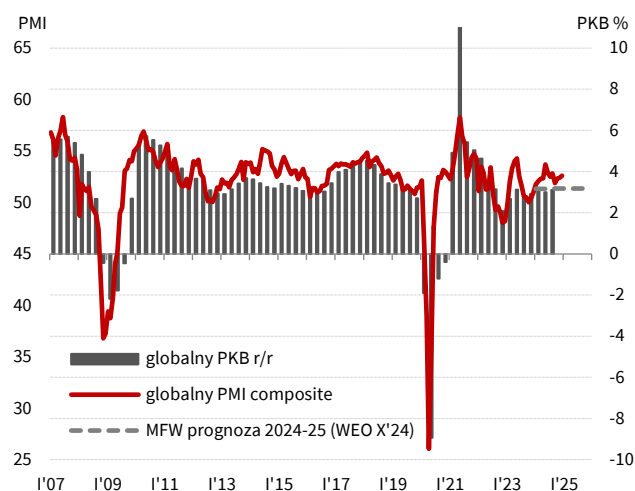
- W 2025 r. globalna gospodarka powinna dalej stabilnie się rozwijać, a jej ważnym silnikiem pozostaną USA. Chiny planują stymulować słabnącą koniunkturę, zaś strefa euro ma szansę nieco odbić m.in. dzięki wciąż silnej konsumpcji prywatnej. Na przeszkodzie mogą stać napięta sytuacja geopolityczna oraz możliwe perturbacje w światowym handlu.
- Łatwa dezinflacja na świecie się skończyła, a największą przeszkodą na drodze do sprowadzenia inflacji na niższe poziomy pozostają ceny usług. Najważniejsze banki centralne świata rozpoczęły cykl obniżek stóp procentowych, jednak „lepkość” inflacji będzie determinować ich dalsze decyzje.
- W 2025 r. polska gospodarka powinna nabrać jeszcze większego rozpędu i urosnąć o ok. 3,8%. Koniunkturę nad Wisłą powinny wspierać konsumpcja prywatna oraz odbicie w inwestycjach. Na koniec roku inflacja powinna znaleźć się w przedziale celu NBP, ale warunki do wznowienia obniżek stóp powinny pojawić się już wcześniej.

Wbrew lekkim obawom o hamowanie tempa wzrostu światowej gospodarki ta pozostała odporna. Możemy szacować, że w 2024 r. globalny PKB wzrósł o nieco ponad 3%. Największą pozytywną niespodzianką sprawiły Stany Zjednoczone, gdzie koniunktura okazała się wyraźnie lepsza niż oczekiwano (ok. 2,8% vs. prognozowane 1,4% r/r) – głównie dzięki silnemu konsumentowi. Z wielu innych gospodarek rozwiniętych i wschodzących napływały jednak nieco słabsze „twarde” dane, a wzrost konsumpcji prywatnej w wielu krajach pozostawał ograniczony pomimo silnych wzrostów płac i postępującej dezinflacji, która wzmocniła realne dochody gospodarstw domowych. Polski konsument również zdecydowanie chętniej oszczędzał niż wydawał, jednak nasza gospodarka poradziła sobie wyraźnie lepiej niż większość europejskich.

## ŚWIAT: GOSPODARKA

**W 2025 r. światowa gospodarka powinna rozwijać się w umiarkowanym tempie zbliżonym od zeszłorocznego. Prognozy dla globalnego PKB na ten rok zakładają wzrost o 3,3% (Międzynarodowy Fundusz Walutowy, OECD).** Pozytywną prognozę wspierają ostatnie odczyty wskaźników wyprzedzających sugerujące relatywnie niezłą aktywność globalnej gospodarki (powyżej wieloletniej średniej). Z tym zastrzeżeniem, że perspektywy wzrostu gospodarczego dla poszczególnych krajów znacząco się różnią oraz utrzymuje się nierównowaga pomiędzy silnym sektorem usługowym i wyraźnie słabszym sektorem przemysłowym (przetwórczym).

Koniunktura gospodarcza na świecie



Źródło: opracowanie własne TFI PZU, dane: urzędy statystyczne, S&P Global, MFW.

Wzrost PKB w Stanach Zjednoczonych powinien pozostać solidny, wspierany przez politykę administracji Donalda Trumpa wyrażoną sloganem „Make America Great Again!” – w tym obniżki podatków czy deregulację ułatwiającą funkcjonowanie biznesu. W strefie euro sytuacja również powinna się poprawiać dzięki ożywieniu realnych dochodów gospodarstw domowych i obniżkom stóp procentowych. W Chinach natomiast oczekiwane jest spowolnienie wzrostu, chociaż władze w Pekinie wciąż celują we wzrost gospodarki na poziomie 5%. Aby to osiągnąć zdecydowały się podnieść planowaną na ten rok wysokość deficytu budżetowego do 4% PKB, tj. o 1 pp. Dodatkowe środki z emisji obligacji mają służyć stymulowaniu popytu wewnętrznego, w tym subsydiowaniu zakupów wybranych dóbr konsumpcyjnych trwałego użytku i kosztownych zakupów wyposażenia przez firmy.

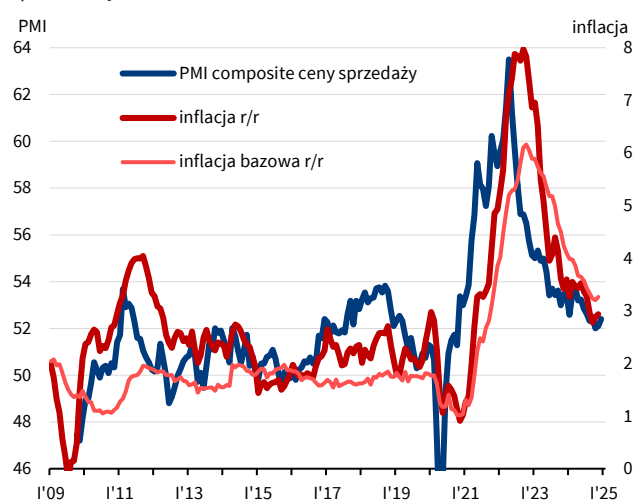
Dużą niewiadomą dla światowej gospodarki w 2025 r. jest sytuacja geopolityczna – zwłaszcza napięcia pomiędzy państwami zachodnimi a Rosją oraz konflikty na Bliskim Wschodzie. Ważną rolę w tej globalnej układance może odegrać też protekcyjna polityka Stanów Zjednoczonych. Wprowadzenie przez nie ceł importowych może wywołać perturbacje w światowym handlu. Na to nakładają się wysokie, niekiedy rekordowe wskaźniki zadłużenia wielu państw.

## ŚWIAT: INFLACJA I STOPY PROCENTOWE

**Łatwe i szybkie spadki inflacji się skończyły, ale na świecie wciąż powinna przeważać tendencja spadkowa. Poza uporczywością inflacji usług ryzyko stanowią polityka celna USA oraz możliwe działania odwetowe. Najważniejsze banki centralne powinny jednak kontynuować cięcia stóp.**

W obszarze towarów presja inflacyjna jest wciąż niewielka w sytuacji ostabionego popytu i nadpodaży towarów z Chin. Wolniej obniża się inflacja w usługach, gdzie rosnące koszty pracy zmuszają usługodawców do podnoszenia cen, a popyt na to pozwala. Tendencję tę ma szansę zatrzymać dalsza normalizacja sytuacji na rynku pracy skutkująca spadkiem presji płacowych.

*Inflacja na świecie i oczekiwane przez firmy ceny sprzedaży*



Źródło: opracowanie własne TFI PZU; dane: urzędy statystyczne, S&P Global.

### Prognozy obniżek stóp procentowych w 2025 r.:

- **(USA)** – Prognozy utrzymania szybkiego tempa wzrostu gospodarczego oraz wyższej niż wcześniej szacowano inflacji PCE (2,5% w tym roku) zmniejszyły przewidywaną w „kropkach Fed” skalę cięć stóp procentowych w tym roku do 0,5 punktu procentowego (dwie obniżki po ćwierć punktu). Rynek obawia się, że Fed poprzestanie na jednej.
- **(Strefa euro)** – Słabsza koniunktura gospodarcza przy szybszej perspektywie powrotu inflacji do 2% celu stwarza Europejskiemu Bankowi Centralnemu przestrzeń na cięcie stóp w tym roku łącznie o 1 pp. Do czerwca rynek wycenia trzy obniżki po 0,25 pp.

## POLSKA: GOSPODARKA

**Prognozujemy, że w 2025 r. wzrost PKB w Polsce może sięgnąć nawet 3,8%.**

Główną siłą napędową polskiej gospodarki będzie wzrost konsumpcji prywatnej. Po spadku o 0,3% w 2023 r. obserwujemy jej wzrost wynikający z odbudowy dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych w ujęciu realnym,

w warunkach niższej inflacji i silnego rynku pracy. Podobnie jak w minionym roku nie spodziewamy się boomu konsumpcyjnego, ale w 2025 r. konsumpcja prywatna powinna rosnąć w solidnym tempie, ok. 3,9%. Drugim silnikiem polskiej gospodarki będą inwestycje, które w związku m.in. z szybszym wydatkowaniem środków z KPO oraz z nowej perspektywy finansowej UE powinny wzrosnąć o około 8,0% realnie.

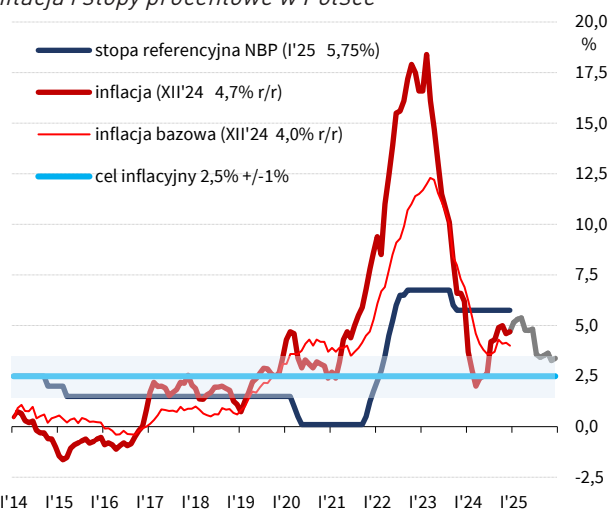
## POLSKA: INFLACJA I STOPY PROCENTOWE

**W 2025 r. średnioroczna inflacja konsumencka (CPI) w Polsce będzie wyższa niż w tym roku, jednak na koniec roku powinna spaść poniżej 3,5%. Wraz z perspektywą jej dalszego spadku w 2026 r. tworzy to warunki uzasadniające wznowienie obniżek stóp procentowych przez RPP.**

W pierwszym kwartale tego roku inflacja jeszcze przejściowo przyspieszy (powyżej 5,0% r/r), co będzie spowodowane jej niższym poziomem w pierwszych miesiącach 2024 r. Później powinna sukcesywnie spadać – najpierw w kwietniu (wysoka zeszytowa baza spowodowana zniesieniem podatku VAT na żywność), a potem w lipcu (w kontekście zeszytowanego, częściowego uwolnienia cen prądu). Oceniamy, że na koniec roku inflacja dotrze do przedziału dopuszczalnych przez NBP odchyżeń od celu (2,5% +/- 1 pp.). Średnioroczna inflacja powróci do dopuszczalnego przedziału wahań celu inflacyjnego NBP w 2026 r., a w 2027 r. będzie dokładnie zgodna z tym celem.

**W tych okolicznościach w okolicach połowy 2025 r. powinno zapalić się zielone światło do obniżek stóp procentowych w Polsce. W przypadku braku negatywnych zaskoczeń główna stopa NBP może zostać obniżona o 0,75 pp., do 5,00%.**

*Inflacja i stopy procentowe w Polsce*



Źródło: opracowanie własne TFI PZU, dane GUS, NBP.

Prognozy makroekonomiczne zostały przygotowane przez zespół w składzie: Dawid Pachucki (główny ekonomista PZU), Monika Siergiejuk i Konrad Soszyński (Biuro Analiz Makroekonomicznych PZU) oraz Maciej Drzewucki (główny ekonomista TFI PZU).

# Hossa dojrzała, ale akcje wciąż mają paliwo do wzrostów

Prognozy dla rynku akcji

Akcje

- **Wobec relatywnie mocnych fundamentów gospodarczych uważamy, że w 2025 r. główny indeks warszawskiej giełdy (WIG) pokaże siłę i pokusi się o atak na historyczny szczyt. Największy potencjał cały czas dostrzegamy wśród małych i średnich spółek.**
- **Wciąż pozytywnie patrzymy na akcje amerykańskie. Zaskakująco silna gospodarka i wielotorowe wsparcie biznesu przez Biały Dom (obniżki podatków, deregulacja) będą wspierać generowanie zysków przez spółki z USA – także te spoza sektora technologicznego.**
- **Europa boryka się z gospodarczą słabością, ale wiele spółek ze Starego Kontynentu prowadzi działalność i osiąga sporą część przychodów za granicą. Szansą dla szerszego grona europejskich firm jest dalsze cięcie stóp procentowych przez EBC.**

Rynki akcji znajdują się w fazie zaawansowanej hossy. Wysokie wyceny – zwłaszcza w USA, gdzie spółki z indeksu S&P 500 są wyceniane na niemal 25-krotność swoich zysków – nie są wystarczającą przesłanką do odwrócenia długoterminowego trendu wzrostowego. Szczególnie że w Stanach Zjednoczonych głównym silnikiem obecnej hossy są spółki technologiczne znane jako „Magnificent 7”. W 2024 r. kursy ich akcji wzrosły średnio o 63%, co przy ich ważonym kapitalizacją udziale w głównym indeksie sięgającym jednej trzeciej odpowiadało za ponad połowę wzrostów na S&P 500. Pozostałe sektory reprezentowane na Wall Street dopiero się rozgrzewają.

Z drugiej strony wyceny akcji w Polsce, gdzie WIG osiągnął w minionym roku jedynie symboliczny wzrost, są niezastąpione (wg nas) niskie w relacji do zysków osiąganych przez krajowe spółki. Nawet jeśli w szczytowym momencie trwający od jesieni 2022 r. rajd wyniósł główny indeks GPW w górę o ponad 90%.

**Dojrzałość obecnej hossy na giełdach oznacza jednocześnie, że coraz większe znaczenie dla wypracowywania przez fundusze konkurencyjnych wyników będzie odgrywała selekcja spółek.** Prawidłowość tę było dobrze widać w 2024 r., kiedy nasze fundusze akcji polskich o uniwersalnych strategiach wyraźnie pobity WIG (indeks szerokiego rynku), który wzrósł o 1,42%. Analogicznie, podczas gdy mWIG40 TR (indeks średnich spółek) zyskał 9,91%, a sWIG80 TR (indeks małych spółek) 6,71% nasz fundusz inwestujący w "misie" wypracował ponad 18%.

Nasze nastawienie do akcji

	2025				
	-2	-1	0	1	2
AKCJE					
Akcje - Europa					
Akcje - USA					
Akcje - Emerging Markets					
Akcje - Polska					
WIG20 (duże spółki)					
mWIG40 + sWIG80 (małe i średnie spółki)					

Źródło: TFI PZU.

## POLSKIE AKCJE

**W 2025 r. spodziewamy się jeszcze wyraźniejszego niż w minionym roku ożywienia gospodarczego w Polsce. Wzrost PKB o 3,8% ma się opierać przede wszystkim na konsumpcji prywatnej i inwestycjach.** Pierwszy z silników będą napędzać wciąż rosnące realnie dochody do dyspozycji gospodarstw domowych. Drugi zasilą fundusze unijne, w tym z Krajowego Planu Odbudowy. Wedle obecnych ustaleń granty czy pożyczki z KPO będą musiały zostać wykorzystane do końca sierpnia 2026 r., co powinno dać spółom (głównie małym i średnim) silniejszy impuls do inwestycji, a w bankach rozruszać akcję kredytową.

**Ożywienie gospodarcze w Polsce powinno dalej wspierać wyniki finansowych spółek notowanych na GPW.** Konsensus wśród analityków ankietowanych przez Bloomberg zakłada, że **w 2025 r. łączny zysk wypracowany przez duże (WIG20) i średnie (mWIG40) spółki z GPW wyniesie 87,7 mld zł, co oznacza wzrost około 25% r/r.** Największy wkład w tę dynamikę mają mieć spółki z sektora oil&gas oraz te z ekspozycją na konsumenta.

Zyski spółek z WIG20 i mWIG40

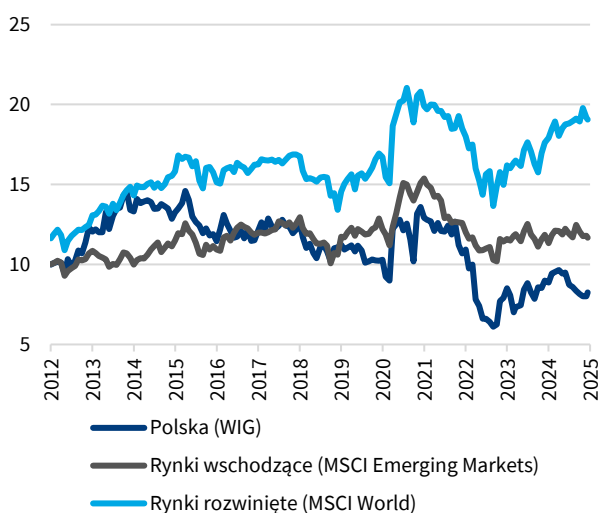
	2021	2022	2023	2024E	2025E
Zysk netto (w mln PLN)	50 945	80 018	56 502	70 332	87 670
Zmiana r/r	-	57%	-29%	24%	25%

Źródło: Bloomberg (dane na 16.01.2025). Dopisek „E” oznacza prognozę.

**Na 2025 rok pozostajemy pozytywnie nastawieni zwłaszcza do polskich „misiów”, czyli małych i średnich spółek z GPW.** To właśnie w tym segmencie rynku wciąż widzimy największy potencjał do poprawy zysków przez spółki i przełożenia się tej poprawy na kursy ich akcji. Kluczowe będą jednak oparta na pogłębionej analizie selekcja oraz dobre wyczuwanie momentum wynikowego – bo nawet kursy mocnych fundamentalnie spółek mogą ulegać sporym wahaniom na „kapryśnym” rynku.

**Zainteresowanie inwestorów polskimi akcjami w dalszym ciągu powinny wspierać ich niskie wyceny.** Spółki z indeksu WIG są wyceniane nieco powyżej 8-krotności swoich zysków prognozowanych na kolejne 12 miesięcy. To wciąż poniżej długoterminowej średniej i wyraźnie mniej niż na rynkach zagranicznych. **Dyskonto wycenowe względem rynków rozwijających się zwiększyło się do ok. 30% (w porównaniu z 20% wiosną minionego roku).** Różnica względem rynków rozwiniętych wynosi ok. 57%. Pozytywnie na sentyment do GPW (i powrót zagranicznego kapitału w większej skali) mogłoby wpłynąć zakończenie wojny w Ukrainie.

Wycena WIG na tle rynków zagranicznych



Źródło: opracowanie własne TFI PZU, na podstawie danych Bloomberg (na 10.01.2025). Wykresy przedstawiają prognozowany wskaźnik cena/zysk (12M forward) dla wskazanych indeksów.

## AMERYKAŃSKIE AKCJE

Na zagranicznych giełdach potencjał widzimy wciąż w USA. Amerykańska gospodarka notuje solidny wzrost, który w kolejnych latach może być wspierany drugą odstoną polityki „Make America Great Again”. Wśród sztandarowych obietnic wyborczych Donalda Trumpa znajdują się m.in. obniżka podatków dla firm, ograniczenie regulacji (mające ułatwić prowadzenie biznesu czy transakcje M&A) i zwiększenie wydobycia surowców na terytorium USA: ropy naftowej, gazu ziemnego i węgla. Istnieje ryzyko, że w dłuższym terminie nowa polityka przyniesie też niezamierzone, negatywne skutki, ale bez znajomości ostatecznego kształtu wdrażanych

rozwiązań trudno to oszacować. Należy za to nastawić się na zwiększoną zmienność – wpisy D. Trumpa w mediach społecznościowych zapewne nie raz wytrącają rynki ze strefy komfortu. Niewiadomą pozostaje również to jak mocny wzrost PKB wpłynie na dalsze decyzje Fed ws. stóp procentowych. **Na ten moment bilans szans i ryzyk wydaje się jednak korzystny i powinien ułatwić amerykańskim spółkom poprawę marż i osiągnięcie w 2025 r. prognozowanej dwucyfrowej dynamiki wzrostu EPS (zysków na akcję).**

Wiele argumentów przemawia za tym, że w 2025 r. do ofensywy ruszą w końcu spółki spoza grona „siedmiu wspaniałych” (tzw. S&P 493), a także „small cap” i „mid cap” – czyli amerykańskie spółki o średniej i mniejszej kapitalizacji. Największe spółki grające pierwsze skrzypce w światowej rewolucji AI wciąż mają potencjał, ale oczekuje się, że w nadchodzących kwartałach dynamiki ich zysków będą nieco mniej imponujące niż dotychczas. Tym samym dalsza hossa na Wall Street ma szansę być bardziej „zbalansowana”.

## EUROPEJSKIE AKCJE

Europa wciąż musi przezwyciężyć gospodarczą słabość, na co nakłada się groźba wprowadzenia przez administrację Donalda Trumpa ceł na europejskie towary. Może ona uderzyć w wiele spółek „starej ekonomii”, a szczególnie w te, które znaczną część swoich towarów eksportują do USA. Łagodząco na to ryzyko powinno wpływać dalsze obniżanie stóp procentowych przez EBC.

Oceniamy jednak, że **nawet jeśli europejskie giełdy całościowo będą zachowywać się gorzej vs. amerykańskie, to określone sektory czy spółki z Europy mają szansę zachowywać się lepiej.** Spółki z indeksu STOXX Europe 600 prowadzą działalność również w innych regionach świata. Łącznie spółki z tego indeksu około 30% swoich aktywów mają ulokowanych w USA. To daje im odporność na ewentualne nałożenie ceł przez administrację D. Trumpa. Ponadto grono europejskich spółek osiąga istotną część przychodów za granicą, przez co ma niewielką ekspozycję na kondycję gospodarki Starego Kontynentu. Znalazienie takich spółek będzie kluczem do wypracowania zysków z europejskich akcji.

Tomasz Matras  
Dyrektor Biura Rynku Akcji TFI PZU



# Odcinania kuponów ciąg dalszy

Prognozy dla rynku obligacji

Obligacje

- **Polskie obligacje mają przed sobą kolejny dobry rok. W naszym bazowym scenariuszu fundusze obligacji krótkoterminowych mogą zarobić ok. 6%, trzeci rok z rzędu przebijając oprocentowanie lokat bankowych. Fundusze obligacji długoterminowych mogą zyskać 8-10%, jeśli w trakcie roku dojdzie do wznowienia cięć stóp procentowych.**
- **Pozytywnie zapatrujemy się także na obligacje korporacyjne. Inwestycjom w obligacje polskich firm sprzyjają ożywienie gospodarcze, wciąż wysokie stawki WIBOR i stały dopływ nowych obligacji od solidnych emitentów. Zagraniczne papiery również oferują atrakcyjną rentowność dzięki zabezpieczeniu ryzyka walutowego.**
- **Do obligacji na rynkach zagranicznych podchodzimy z większą ostrożnością. Papiery skarbowe USA czy krajów strefy euro powinny jednak wypaść lepiej niż obligacje rynków wschodzących – którym może ciążyć protekcyjna polityka Białego Domu.**

Większość głównych indeksów obligacyjnych na świecie zakończyła 2024 rok z dodatnimi stopami zwrotu – nawet jeśli tylko symbolicznymi. Wobec słabości obligacji skarbowych w USA i Europie inwestorzy poszukiwali atrakcyjniejszych stóp zwrotu na rynkach wschodzących oraz w segmencie korporacyjnym – w obu przypadkach koncentrując się na wysokodochodowych obligacjach emitentów cechujących się wyższym ryzykiem kredytowym (high yield).

Polskie obligacje skarbowe radziły sobie znacznie lepiej niż papiery rządowe na rynkach rozwiniętych. Przy czym obligacje o niższym profilu ryzyka (krótkoterminowe oraz zmienno kuponowe) wypadły lepiej niż papiery stałokuponowe o dłuższych terminach zapadalności.

Nasze nastawienie do obligacji

	2025				
	-2	-1	0	1	2
Obligacje polskie – skarbowe					
Obligacje polskie – korporacyjne					
Obligacje – USA					
Obligacje – strefa euro					
Obligacje – rynki wschodzące					

Źródło: TFI PZU.

Nasze scenariusze dla polskich obligacji na 2025 r.

## Scenariusze dla funduszy obligacji krótkoterminowych

- **bazowy = 5,5-6,5% netto (50% szans na realizację)**
- **optymistyczno-realistyczny = 6,5-7,5% (20% szans)**
- **optymistyczny = powyżej 7,5% (5% szans)**

## Scenariusze dla funduszy obligacji polskich (długoterminowych)

- **bazowy = 8,0-10,0% netto (50% szans na realizację)**
- **optymistyczno-realistyczny = 10-12% (20% szans)**
- **optymistyczny = powyżej 12% (5% szans)**

Źródło: TFI PZU. W scenariuszu pesymistycznym fundusze obligacji krótkoterminowych powinny wypracować wynik w przedziale 4-5%, a długoterminowych 0-5%.

## OBLIGACJE POLSKIE: PRZED NAMI KOLEJNY DOBRY ROK (scenariusz bazowy)

W świetle naszych scenariuszy na 2025 r. polskie obligacje skarbowe w dalszym ciągu mają przed sobą dobre perspektywy. Większy potencjał identyfikujemy w segmencie obligacji długoterminowych, chociaż ich znaczna wrażliwość na zmiany otoczenia rynkowego może skutkować większymi wahaniami wartości inwestycji. Fundusze obligacji krótkoterminowych, charakteryzujące się wyraźnie niższą zmiennością, wciąż powinny wypracowywać atrakcyjne wyniki przekraczające oprocentowanie depozytów. **Identyfikujemy dwa źródła potencjału krajowych obligacji skarbowych:**

- **Otoczenie „higher for longer”**

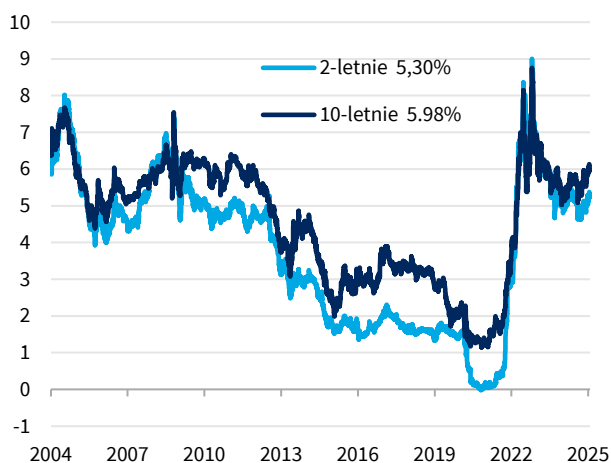
Od października 2022 r. Rada Polityki Pieniężnej utrzymuje stopy procentowe na niezmiennym poziomie, w tym główną na 5,75%. W rezultacie **kupony od obligacji zmiennooprocentowych, tj. odsetki płacone przez emitentów w zamian za pożyczony kapitał, znajdują się na atrakcyjnych poziomach.** Paradoksalnie korzystają na tym także fundusze obligacyjne inwestujące w papiery skarbowe o stałym oprocentowaniu, gdyż na skutek wyższych stóp procentowych ich rentowności istotnie wzrosły, co obecnie zapewnia wysoką bieżącą rentowność.

- **Rosnące szanse na powrót do obniżek stóp procentowych**

Perspektywa wznowienia obniżek stóp procentowych w drugiej połowie 2025 r. daje szansę na **dotatkowy zysk wynikający ze spadku rentowności, tj. wzrostu cen obligacji** (gdy rentowności spadają, to obligacje o stałym oprocentowaniu zyskują na wartości). „Dopalacz” ten może zostać załączony nawet wcześniej – gdy inwestorzy zaczną ponownie rozgrywać ten scenariusz.

Za cięciami stóp przemawia prognozowany spadek inflacji (do 3,5%, czyli górnego przedziału celu NBP, na koniec tego roku), a także restrykcyjność polityki pieniężnej w Polsce. Dodatnie realne stopy procentowe (po skorygowaniu o inflację) hamują wzrost gospodarczy, zwiększając skłonność konsumentów oszczędzania oraz zniechęcając firmy do inwestycji, a także silnie zbijają inflację w dół. Uderzają tym samym w dwa główne silniki polskiej gospodarki. Rada Polityki Pieniężnej powinna mieć to na uwadze.

*Rentowność 2- i 10-letnich polskich obligacji skarbowych*



Źródło: opracowanie własne TFI PZU; dane Bloomberg (na 20.01.2025).

W funduszach polskich obligacji aktywnie zarządzanych przez TFI PZU będziemy poszukiwać dodatkowej stopy zwrotu także w innych segmentach rynku z potencjałem: w obligacjach zmiennokuponowych (WZ), obligacjach inflacyjnych (IZ), obligacjach w walutach obcych z zabezpieczeniem ryzyka walutowego – oraz obligacjach korporacyjnych.

### Obligacje korporacyjne wciąż z potencjałem

W 2024 r. fundusze polskich obligacji korporacyjnych przyniosły najwyższe stopy zwrotu (wg Analiz Online zarobity średnio 7%). Sprzyjały im wysokie stawki WIBOR. W tym roku oczekujemy kontynuacji ich dobrej passy ze względu m.in. na:

- **Wysokie stawki WIBOR** (ok. 5,80%) będące podstawą naliczania kuponu, które dodatkowo są powiększane o marżę oferowane przez emitentów.
- **Ożywienie w gospodarce** – szacujemy, że w tym roku wzrost gospodarczy (PKB) w Polsce przyspieszy do 3,8%, a w 2026 r. wzrośnie o solidne 3,5%.
- **Dynamiczny wzrost emisji w sektorze finansowym** – unijne regulacje (MREL) i wytyczne KNF oznaczają stałe źródło nowych obligacji emitowanych przez banki będące solidnymi emitentami.

## OBLIGACJE ZAGRANICZNE

**USA:** Do amerykańskich obligacji pochodzimy ostrożnie. Skłaniają nas do tego siła amerykańskiej gospodarki oraz oczekiwana reorientacja w polityce Stanów Zjednoczonych na protekcyjną. Istnieje ryzyko, że działania stymulujące wdrożone przez Republikanów (jak obniżenie podatków) czy wprowadzenie ceł na towary importowane mogą zniweczyć dotychczasowe postępy w walce z inflacją. Tym samym Fed może zostać zmuszony do dostarczenia mniejszych obniżek stóp procentowych, niż wcześniej sygnalizował. Na to nakładają się wysoki deficyt budżetowy USA oraz duże potrzeby pożyczkowe. Z drugiej strony poziomy rentowności amerykańskich papierów skarbowych są dość atrakcyjne.

**Strefa euro:** Przychylniej patrzymy na obligacje europejskie, chociaż w ich przypadku dużo (na czele z planowaną kontynuacją cięć stóp przez EBC) jest już w cenach. Okazje na Starym Kontynencie mogą się pojawić w dalszej części roku. Mniej korzystnie wyglądają kraje południa Europy, gdzie może nastąpić wzrost spreadów kredytowych, czyli premii żądanej przez inwestorów ponad rentowność obligacji Niemiec (uważanych za najmniej ryzykowne).

**Rynki wschodzące (EM):** protekcyjizm USA przekładający się na wyższe rentowności amerykańskich obligacji i mocnego dolara może uderzyć w szczególności w kraje będące rynkami wschodzącymi. Dopóki polityka Donalda Trumpa się nie wykrystalizuje, unikalibyśmy obligacji EM, chociaż widzimy wartość m.in. na wybranych papierach high yield (wysokodochodowych o wyższym ryzyku). Spready kredytowe na rynkach wschodzących (premia w stosunku do obligacji USA) są niskie. Konieczna będzie więc ostra selekcja.

### Co może pójść nie tak?

Największe ryzyko widzimy w Stanach Zjednoczonych. Pod koniec 2024 r. dług publiczny przekroczył tam rekordowe 36 bilionów USD, a amerykański rząd będzie zmuszony emitować duże ilości nowych obligacji, aby sfinansować wyborcze obietnice Donalda Trumpa i Republikanów. Obietnice, których bezkrytyczna realizacja może znacząco podbić inflację. To może wywołać **protest inwestorów przeciwko takiej polityce (bond vigilantes)** poprzez sprzedaż starych obligacji i zaprzestanie zakupów nowych – a w rezultacie wystrzał rentowności. Nerwowość rozlałaby się wówczas na inne rynki.

W Polsce ryzyko inflacyjne oceniamy jako niższe. Potrzeby pożyczkowe polskiego rządu również są duże, ale emisje bonów skarbowych powinny częściowo zdjąć presję z obligacji długoterminowych. Dodatkowo fundusze polskich obligacji mają dostatecznie duży bufor bezpieczeństwa (rentowność obligacji 10-letnich w okolicach 6%). To powinno zabezpieczyć inwestorów przed poniesieniem strat w skali roku – nawet gdyby sprawy przybrały zły obrót.

Jarosław Leńniczak, Wiceprezes Zarządu TFI PZU

## NOTA PRAWNA

Jest to informacja reklamowa. Przed podjęciem ostatecznych decyzji inwestycyjnych należy zapoznać się z prospektem informacyjnym oraz dokumentami zawierającymi kluczowe informacje (KID).

Dane podane w materiale nie stanowią oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego, jak również usługi doradztwa inwestycyjnego oraz udzielania rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych lub ich emitentów w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, a także nie są formą świadczenia doradztwa podatkowego, ani pomocy prawnej. Nie mogą stanowić wystarczającej podstawy do podjęcia decyzji inwestycyjnych.

Wszelkie informacje zawarte w niniejszym materiale pochodzą ze źródeł własnych TFI PZU SA lub źródeł zewnętrznych uznanych przez TFI PZU SA za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. TFI PZU SA nie może zagwarantować poprawności i kompletności informacji zawartych w niniejszym materiale i nie ponosi żadnej odpowiedzialności za szkody powstałe w wyniku jego wykorzystania niezgodnie z jej przeznaczeniem. TFI PZU SA nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne osób, które zapoznały się z niniejszym materiałem. Wszelkie opinie i oceny wyrażane w niniejszym materiale są opiniami i ocenami TFI PZU SA lub jej doradców będącymi wyrazem ich najlepszej wiedzy popartej informacjami z kompetentnych rynkowych źródeł, obowiązującymi w chwili jej sporządzenia. Mogą one podlegać zmianie w każdym momencie, bez uprzedniego powiadomienia. TFI PZU SA zastrzega, że dane zamieszczone w niniejszym materiale mogą być nieaktualne, dlatego w przypadku zamiaru podjęcia decyzji inwestycyjnych zalecamy kontakt z TFI PZU SA, celem uzyskania aktualnych informacji.

Wskazywane w materiałach wartości mają walor historyczny i nie stanowią podstawy do przewidywania i szacunków przyszłych wartości oraz nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości, a inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykiem wynikającym z wahań cen na rynkach, zmian wysokości stóp procentowych, kursów walut itp.

Prawa autorskie do niniejszego materiału przysługują TFI PZU SA z siedzibą w Warszawie. Żadna z części tego materiału nie może być kopiowana lub przekazywana nieupoważnionym osobom. Materiał ten nie może być odtwarzany lub przetrzymywany w jakimkolwiek systemie odtwórczym: elektronicznym, magnetycznym lub innym. Wykorzystywanie jej przez osoby nieupoważnione lub działające niezgodnie z powyższymi zastrzeżeniami bez pisemnej zgody Towarzystwa lub w inny sposób naruszający przepisy prawa autorskiego może być powodem wystąpienia z odpowiednimi roszczeniami.

Jeżeli w treści niniejszego materiału nie wskazano inaczej, źródłem danych są obliczenia własne TFI PZU SA.

TFI PZU SA podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych PZU Spółka Akcyjna, Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy KRS, KRS: 0000019102, NIP 527-22-28-027, kapitał zakładowy: 15 013 000 zł wpłacony w całości, Rondo Ignacego Daszyńskiego 4, 00-843 Warszawa, pzu.pl