



# Investors

## Cele inwestycyjne na 2024 r.

Jarosław Niedzielewski  
Dyrektor Departamentu Inwestycji

Styczeń 2024



### GLOBALNY RYNEK FINANSOWY

**W 2024 roku warto postawić na szeroką dywersyfikację, zarówno pod względem klas aktywów, jak i obszarów geograficznych, czy też poszczególnych branż i segmentów rynku. Dlatego najbardziej optymalna na 2024 rok wydaje się strategia zrównoważona, łącząca obligacje skarbowe i korporacyjne z rynkami akcji, a także z dodatkiem w postaci złota (kontynuacja ubiegłorocznej siły) oraz surowców (opcja na przemysłowe odreagowanie).**

- ✦ Rok 2023 inwestorzy kończą w zupełnie innych nastrojach niż rok 2022. Dwanaście miesięcy temu byliśmy bliscy stanu rezygnacji. Dziś bliżej wszystkim do euforii. Być może u progu nowego roku mamy faktycznie więcej powodów do optymizmu niż rok temu. Warto jednak zwrócić uwagę na fakt, że rynki finansowe dyskontują obecnie jedynie pozytywny scenariusz dla globalnej gospodarki, nie pozostawiając zbyt dużego marginesu na potencjalne rozczarowania. Inwestorzy oczekują znaczącego obniżenia kosztów pieniądza i dalszego stopniowego spadku inflacji. Jednocześnie zakładają, że towarzyszyć będzie temu jedynie łagodne i chwilowe spowolnienie wzrostu gospodarczego. Jak by tego było mało, zyski firm - od USA, przez Europę po rynki wschodzące i Japonię - mają rosnąć. Trudno o bardziej perfekcyjny scenariusz (tzw. *Goldilocks scenario*) dla większości klas aktywów. Nie dziwi więc, widoczna na rynkach rozwiniętych w ostatnich dwóch miesiącach minionego roku fala hossy, która wyniosła do góry klasy aktywów tkwiące w marazmie przez większość 2023 r. (np. obligacje, czy akcje małych spółek w USA).
- ✦ Jeśli w 2024 roku trend wzrostowy na rynkach akcji ma być kontynuowany, to powinien on wyglądać raczej tak, jak w końcówce minionego roku. Przez większość 2023 r. słabą stroną wzrostów głównych indeksów (szczególnie w USA) była mała szerokość rynku i słabość segmentu małych spółek. Hossa, która „chce dożyć późnej starości” nie powinna tak wyglądać, a przynajmniej nie dłużej niż przez rok. Mniejsze i średnie spółki mogą być słabsze od dużych (szczególnie w obliczu wysokiego kosztu kapitału), ale ceny ich akcji nie powinny zbyt długo tak gremialnie spadać.
- ✦ Jedynie zbliżająca się recesja mogłaby usprawiedliwiać długotrwałą słabość mniejszych firm. Jak na razie jednak niewiele wskazuje na taki scenariusz. Wciąż negatywnie nachylona krzywa rentowności w USA i Europie, dwudziesty miesiąc spadku wskaźnika wyprzedzającego koniunkturę dla USA (krzywa rentowności wchodzi w jego skład), czy ujemna dynamika wzrostu PKB w Niemczech w 2023 roku, to za mało, żeby obstawiać twarde lądowanie światowej gospodarki w 2024 roku. Do prawdziwej, pełnoobjawowej recesji niezbędne jest rozpoczęcie procesu ograniczania kosztów przez przedsiębiorstwa w obliczu obserwowanego lub oczekiwanego spowolnienia po stornie przychodów oraz obniżenia marż, a w konsekwencji spadku nominalnych zysków firm.

- ✦ W Celach inwestycyjnych na 2023 rok zakładaliśmy możliwość wystąpienia dwóch scenariuszy: pozornej recesji związanej z rozliczeniami po pandemii, która nie byłaby bolesna dla rynków akcji oraz pełnoobjawowej recesji, której ofiarą padłyby akcje, a beneficjentem byłyby obligacje. W prognozach na rok 2024 bierzemy pod uwagę trzy scenariusze.
- ✦ Najbardziej prawdopodobny (50%) jest ten, o którym jeszcze w październiku myślała większość inwestorów – rok 2024 może być początkiem okresu z „wyższymi stopami na dłużej”, podobnego do tego z lat 1995-1996. Połowa lat 90-tych ubiegłego wieku to praktycznie jedyny okres w dziejach, gdy szybki i niespodziewany wzrost nominalnych i realnych stóp procentowych oraz utrzymanie ich na względnie wysokim poziomie przez niemal cztery lata nie spowodowało prawdziwej recesji w gospodarce. Zgodnie z tym porównaniem, choć inflacja będzie powoli spadać, to jednak w obliczu wzrostów na rynkach akcji, silnego rynku pracy oraz w momencie globalnego odreagowania w przemyśle i handlu, Fed nie będzie skłonny do znaczących obniżek stóp procentowych. W latach 1995-96 amerykański bank centralny zdecydował się jedynie na kosmetyczne zmiany (zejście z 6% do 5,25%). Dziś, po kilkunastu latach niezwykle łagodnej polityki pieniężnej z ujemnymi realnymi stopami procentowymi, szansa na powrót do monetarnej normalności jest zbyt cenna, żeby ją zmarnować sprowadzając stopy do poziomów bliskich inflacji (bez „przymusu” ze strony gospodarki). Podobieństwa dzisiejszej sytuacji do rynkowych i gospodarczych wydarzeń z drugiej połowy lat 90-tych nie kończą się na działaniach Fed, miękkim lądowaniu gospodarki, przemysłowym odreagowaniu i niskim bezrobociu. W tamtym czasie amerykańska gospodarka przeżywała boom inwestycyjny silnie zwiększający moce produkcyjne w przedsiębiorstwach i poprawiający ich produktywność. W ostatnich dwóch latach również nastąpiło wyraźne przyspieszenie w budownictwie przemysłowym oraz w inwestycjach infrastrukturalnych. Ten trend, wspierany przez działania administracji, może nadal wspierać wzrost PKB w USA, a tym samym pozytywnie oddziaływać na globalną koniunkturę. Poza tym, rozpoczynając się właśnie rewolucję AI, można porównać do rozpowszechnienia Internetu i telefonii komórkowej w latach 90-tych ubiegłego wieku. Dodatkowo, rynki wschodzące pozostawały wtedy słabsze względem rynków rozwiniętych, podobnie jak dziś. Wsparcie dla giełdowych indeksów pochodziło, przede wszystkim, ze wzrostu przychodów i zysków, a w mniejszym stopniu z podniesienia mnożników wycen. Natomiast giełdowe wzrosty objęły, zarówno duże, jak i małe spółki, choć te ostatnie pozostawały w cieniu liderów hossy i modnych spółek ery internetowej. Po znaczącej korekcie na rynku długoterminowych obligacji z 1994 roku, w kolejnych latach nastąpił powrót do obligacyjnej hossy, która nie wynikała jednak ze znaczącego spadku rentowności 10-letnich obligacji (wahała się ona wokół 6% aż do końca dekady).
- ✦ Drugi, przejęty w spadku po 2023 r. scenariusz prawdziwej, pełnoobjawowej recesji uznajemy za mniej prawdopodobny (30%). Brak globalnego przemysłowego

odreagowania po długim okresie zapaści, postępująca słabość chińskiej gospodarki i dalsze ograniczanie akcji kredytowej przez sektor bankowy w USA i Europie, a także wzrost odsetka mniejszych i średnich firm niespłacających swoich zobowiązań, mogą w końcu przyczynić się do przekroczenia masy krytycznej w gospodarczym tyglu. Wystarczy wtedy iskra (np. wzrost cen ropy w wyniku zaostrzenia konfliktu na Bliskim Wschodzie) żeby wywołać reakcję łańcuchową i wybuch recesji. Póki co, jednak trudno jest traktować taki scenariusz jako podstawowy, skoro obecny konsensus zakłada poprawę marż i zysków firm praktycznie na całym świecie. Żeby scenariusz pełnoobjawowej recesji powrócił na scenę muszą zacząć się zmieniać na niekorzyść rynkowe oczekiwania co do wyników finansowych spółek.

- ✦ Najmniej prawdopodobny (20%) wydaje się scenariusz, który zaczął być rozgrywany pod koniec ubiegłego roku, czyli szybkiego rozpoczęcia cyklu znaczących obniżek stóp procentowych wywołanego spadającą inflacją. Historyczną analogią dla takiego rozwoju wypadków były lata 1984-85. Cztery dekady temu nastąpił gwałtowny spadek stóp procentowych, który nie był związany ze wzrostem bezrobocia. Prawdziwa hossa nawiedziła rynek długoterminowych obligacji, gdzie rentowność spadła w ciągu dwóch lat z 14% do 7%. Rynki akcji oczywiście również rosły, w tym małe i średnie spółki, które wcześniej w obliczu wysokich stóp procentowych znacząco osłabły. Wsparciem dla giełdowych indeksów nie był przede wszystkim wzrost zysków tak jak w drugiej połowie lat 90-tych, ale wyraźne podniesienie mnożników wycen w związku z bardzo silnym obniżeniem się kosztu pieniądza.
- ✦ Scenariusze zakładające brak prawdziwej recesji powinny przynieść pozytywne stopy zwrotu zarówno na rynkach akcji, jak i obligacji. Tak przynajmniej sugerują historyczne przykłady. W przypadku rynku papierów dłużnych, który w USA i Europie zaczął prawdziwą hossę dopiero pod koniec października 2023 roku, znaczące zyski w 2024 roku wydają się jednak bardziej realne. Pomijając wypłacane dywidendy, stopy zwrotu z akcji są wypadkową zmian zysków spółek oraz mnożnika stosowanego do wyceny jakości tych zysków. Ten ostatni element jest bardzo wrażliwy na inflację i stopy procentowe. Dlatego w 2024 roku może rosnąć wraz ze zmniejszaniem kosztu pieniądza w gospodarce. Pytanie tylko o ile jeszcze mogą poprawić się mnożniki, skoro to ich wzrost stał w dużej mierze za ubiegłoroczną hossą na giełdach w Polsce, Niemczech czy w USA.
- ✦ Zagadką pozostaje też pierwszy z elementów wspierających zazwyczaj hossę na rynkach akcji, czyli wzrost zysków w spółkach w 2024 roku. W latach 1995-98 pomimo „wyższych stóp na dłużej” wyniki finansowe firm poprawiły się znacząco. Dziś trudno jest sobie wyobrazić podobną skalę wzrostu zysków. Nawet obecne oczekiwania rynkowe na 2024 rok wydają się nadmiernie optymistyczne, ponieważ wciąż jeszcze brak wyraźnego śladu przyspieszenia w światowym przemyśle i handlu. Dlatego w kontrze do analogii zarówno

z połowy lat 90-tych, jak i z połowy lat 80-tych ubiegłego wieku, nie zakładamy wysokich stóp zwrotu na rynkach akcji w 2024 roku.

- ✦ Świetne zachowanie rynków w dwóch ostatnich miesiącach 2023 roku może być zapowiedzią kolejnego, dobrego roku i pewnym wzorcem, według którego będzie rozgrywała się tegoroczna hossą (poprawa szerokości rynku), ale dynamika i skala tych wzrostów jest nie do powtórzenia w 2024 roku. Pamiętajmy, że ubiegłoroczne, bardzo silne wzrosty na światowych giełdach, to jedynie powrót do fundamentów (rekordowego poziomu wyników spółek w 2022 i 2023 roku), od których oderwali się w 2022 roku, z jednej strony w obawie przed istotnym pogorszeniem zysków w obliczu potencjalnej recesji, która nie nadeszła, a z drugiej strony w reakcji na wysoką inflację i rosnący koszt pieniądza co wpłynęło na obniżenie mnożników wycen. W 2023 roku spadająca inflacja i zapowiadane (lub faktyczne jak w Polsce) obniżki stóp procentowych wsparły podniesienie się tych mnożników (plus rewolucja AI na Wall Street).
- ✦ Biorąc pod uwagę powyższe argumenty i scenariusze, naszym zdaniem w 2024 roku warto postawić na szeroką dywersyfikację portfela inwestycyjnego, zarówno pod względem rodzaju aktywów, jak i obszarów geograficznych, czy też poszczególnych branż i segmentów rynku. Najbardziej optymalna wydaje się strategia zrównoważona, łącząca obligacje skarbowe i korporacyjne z rynkami akcji, a także z dodatkiem w postaci złota (kontynuacja ubiegłorocznej siły) oraz surowców (opcja na przemysłowe odreagowanie). Zgodnie z naszą interpretacją rynkowych wydarzeń ostatnich dwóch lat, wciąż pozostajemy w trendzie wzrostowym rozpoczętym w 2009 roku, gdzie korekta z 2022 roku nie była bessą, a wzrosty z 2023 roku nie były nową hossą, dotychczasowi liderzy mają prawo wciąż być silni.
- ✦ Inwestując w akcje w 2024 roku wciąż powinniśmy brać pod uwagę spółki notowane na amerykańskiej giełdzie. Warto przy tym postawić na większą partycypację we wzrostach mniejszych i średnich firm, a obok spółek technologicznych (za których siłą stoi rewolucja AI) na swoje miejsce w portfelu inwestycyjnym w 2024 roku powinny zasłużyć także firmy przemysłowe, energetyczne czy sektor finansowy. Również w Europie mniejsze spółki powinny kontynuować rozpoczętą w listopadzie ubiegłego roku pogoń za głównymi indeksami. Natomiast rynki wschodzące (w tym Chiny) można traktować jak opcję (podobnie jak surowce) na pozytywne zaskoczenie co do globalnego wzrostu. Rynkiem wschodzącym, który z powodzeniem stanął w szranki z Wall Street w 2023 roku, a w 2024 roku wciąż ma szansę mierzyć się z najlepszymi jest Polska, która po długiej przerwie znalazła się w polu zainteresowania inwestorów zagranicznych. Nic jednak nie wskazuje na to, że wysokie stopy zwrotu, czy to z akcji, czy z obligacji osiągnięte w ubiegłym roku będą do powtórzenia w 2024 roku.

### USA

**W ostatnich latach nadzwyczaj dobrze sprawdzał się wzorzec zachowania rynków akcji podczas typowego czteroletniego cyklu prezydenckiego w USA. Zgodnie z nim rok wyborczy w Stanach Zjednoczonych powinien być wzrostowy dla rynku akcji, choć zyski mają być zdecydowanie skromniejsze niż w trzecim roku prezydentury. Co prawda, cały rok ma być dobry to jednak w pierwszych miesiącach roku wyborczego cierpliwość inwestorów może zostać wystawiana na próbę, zgodnie z historycznym schematem.**

- ✦ Na ubiegły rok na amerykańskim rynku akcji warto popatrzeć nie tylko z perspektywy Wspaniałej Siódemki, czyli spółek o największej kapitalizacji, których akcje w 2023 r. zyskały średnio 80%. Ciekawie wygląda analiza z perspektywy przeciętnej spółki z indeksu Russell 1000 i to w okresie ostatnich dwóch lat. Okazuje się, że wskaźnik ten (z równymi wagami spółek) porusza się w trendzie bocznym, wahając się wokół 9000 punktów z odchyleniami o 10% w górę lub w dół. Z punktu widzenia przeciętnej spółki w USA (choć raczej większej niż mniejszej) nie było żadnej bessy w 2022 roku, jak i nie było wielkiej hossy w 2023 roku. Nie jest to w gruncie rzeczy zaskakujące, jeśli weźmiemy pod uwagę fakt, że rzeczywiste oraz oczekiwane zyski dla indeksu tysiąca spółek praktycznie nie zmieniły się w ostatnich dwóch latach, pozostając na rekordowych poziomach. Dlatego to, co dla indeksu S&P500 było najpierw bessą (spadek o 25%), a potem hossą (wzrost o 33%) z perspektywy całego rynku można potraktować jako nadzwyczajną zmienność w trwającym cały czas trendzie i powrót do fundamentów (wyników generowanych przez spółki) po chwilowej separacji.
- ✦ Skoro przeciętna spółka w USA od dwóch lat znajduje się w trendzie bocznym, to automatycznie nasuwa się pytanie czy w 2024 roku nie nastąpi wybiecie. Nie musi to stać się szybko, ale kiedyś szeroki rynek musi zdecydować się na wyraźnie zdefiniowany trend. Albo wraz z globalnym przemysłowym odreagowaniem indeksy akcji nabiorą impetu, albo powróci odłożony (póki co) scenariusz prawdziwej recesji, zmuszając indeksy do kapitulacji. Ponieważ kluczem są tu wyniki firm, stojące za decyzjami dotyczącymi ewentualnej redukcji zatrudnienia (czyli recesji), a z ich strony nie widać jeszcze negatywnych tendencji, większe szanse należy przypisać tej pierwszej opcji. Pytanie jak szybko to się może dokonać pozostaje natomiast otwarte.
- ✦ Wiele zależy od tego czy w 2024 roku, po kilku kwartałach słabości w globalnym przemyśle oraz schodzenia z nadmiernych zapasów w przedsiębiorstwach, nastąpi przemysłowe odrodzenie (wzrost wskaźników PMI ponad poziom 50 punktów). Jak na razie zarówno światowy, jak i amerykański przemysł pozostają w stagnacji. Pojawiają się jednak symptomy sugerujące nadchodzącą poprawę sytuacji. Wraz ze spadkiem zapasów zaczyna odbudowywać się portfel zamówień w firmach, rosną nowe zamówienia na dobra trwałe.



Import towarów do USA odżył podobnie jak aktywność przeładunkowa w głównych portach Ameryki. Wyraźny wzrost eksportu z Korei Południowej, który odnotowano w ostatnim kwartale ubiegłego roku, zawsze świadczył o nadchodzącej poprawie w światowym przemyśle i handlu. Dlatego są powody do względnego optymizmu i uznania nadchodzącego (w pierwszym półroczu 2024 roku) w USA spowolnienia dynamiki wzrostu gospodarczego za miękkie lądowanie.

- ✦ Nie da się jednak całkowicie wykluczyć tego, że to miękkie lądowanie zamieni się nagle w twarde przyziemienie. Choć cała amerykańska gospodarka dała sobie nadzwyczaj dobrze radę z najsilniejszym od dekad zacieśnieniem polityki monetarnej, to jednak są obszary, gdzie wzrost kosztu pieniądza oraz inflacyjny wzrost cen różnego rodzaju niezbędnych usług (np. ubezpieczenia) dał się mocno we znaki. Dotyczy to szczególnie segmentu mniejszych spółek, niektórych branż oraz konsumentów o niższych dochodach. Z ich perspektywy trudno mówić jedynie o spowolnieniu czy miękkim lądowaniu. Udział niespłacanych obligacji na rynku *high yield* w USA systematycznie rośnie, podobnie jak liczba spółek ogłaszających bankructwo (w ubiegłym roku upadło tyle firm, co w pierwszym roku pandemii). Jedynie 20% konsumentów o najwyższych dochodach ma jeszcze nadwyżkowe oszczędności nagromadzone w czasach pandemii. Reszta w coraz większym stopniu finansuje wciąż wysoką konsumpcję kartami kredytowymi. Problem w tym, że koszt takich pożyczek przekroczył już 20%, więc nie ma się co dziwić, że zaległości w spłacie zadłużenia z kart rosną coraz szybciej, szczególnie wśród mniej zamożnych konsumentów. Niektórzy Amerykanie decydują się nawet na uszczuplenie swoich programów emerytalnych lub zadłużenie się pod ich zastaw, w celu pozyskania środków na pokrywanie rosnących kosztów życia.
- ✦ Z powyższych powodów nowe rekordy wielu amerykańskich indeksów akcji, wysokie zyski amerykańskich firm, czy też wyższy od prognozowanego wzrost PKB w 2023 roku nie są wystarczającymi argumentami na to, by bez obaw patrzeć w przyszłość amerykańskiej gospodarki. Dlatego tak istotne jest to potencjalne przemysłowe odreagowanie oraz kontynuacja programów inwestycyjnych i infrastrukturalnych, które mocno wspierały gospodarkę USA w ostatnich kwartałach. W listopadzie czekają nas wybory w USA. Obecna administracja będzie zapewne robiła wiele, żeby wesprzeć gospodarkę. Niewykluczone zresztą, że niespodziewany zwrot w retoryce Fed, też wpisuje się w amerykański kalendarz wyborczy.
- ✦ Trwające od końca października wzrosty na światowych giełdach, także w USA, były tak szybkie, gwałtowne i znaczące, że wprowadziły, zarówno rynki akcji, jak i obligacji w wyraźny stan wykupienia, a inwestorów w stan zakupowej euforii. Dlatego korekta, po tej nieprzerwanej dwumiesięcznej fali wzrostów nie jest i nie powinna być niczym zaskakującym. Tak też, jako zasłużoną korektę należałoby traktować pierwsze sesje na Wall Street w Nowym Roku. Należałoby się zacząć martwić wtedy, gdyby spadkom na giełdzie

zaczęły towarzyszyć spadki rentowności długoterminowych obligacji (czyli wycenianie obaw o pełnoobjawową recesję, a nie miękkie lądowanie), ale póki co tak nie jest.

### EUROPA ZACHODNIA

**Mnożniki wycen większości spółek na Starym Kontynencie wciąż są atrakcyjne, tak historycznie, jak i relatywnie np. do amerykańskich spółek. Jednak bez odbudowy przemysłu, pokaz siły ze strony europejskich indeksów, w ostatnich tygodniach ubiegłego roku, może zakończyć się takim samym rozczarowaniem, jak ich „wystrzał” z początku 2023 roku (gdy chińskie otwarcie okazało się falstartem).**

- ✦ W 2024 roku gospodarki europejskie wciąż będą borykały się z gospodarczym spowolnieniem rozpoczętym pod koniec 2022 roku, które jest wynikiem rozliczeń z czasami pandemicznej ekspansji, a nie odzwierciedleniem prawdziwej recesji. Poza siłą indeksów giełdowych, najlepszym tego dowodem jest niski poziom stopy bezrobocia w całej strefie euro (wynoszący 6,5%) przy wzroście gospodarczym mającym oscylować wokół 0,5%, zarówno w 2023, jak i w 2024 roku. Poza tym, podobnie jak w USA i w Polsce, inwestycje pozamieszaniowe w europejskiej gospodarce trzymają się, jak na razie, znacznie lepiej niż w okresach prawdziwej recesji. Co więcej, pomimo niskiego tempa wzrostu PKB oczekiwanego przez rynek, wyniki europejskich spółek mają poprawiać się w niewiele mniejszym stopniu niż na Wall Street czyli około 6-7% w 2024 roku.
- ✦ Oczywiście im dłużej trwa przemysłowy zastój, tym większe ryzyko rozpoczęcia przez firmy cyklu cięcia kosztów zatrudnienia i inwestycji, co byłoby prostą drogą do przejścia ze scenariusza miękkiego lądowania do twardego przyziemienia (lekki wzrost stopy bezrobocia w Niemczech już jest widoczny). Dlatego tak istotne jest odreagowanie w globalnym przemyśle (a dla Europy dodatkowo poprawa sytuacji w Chinach), które mogłoby stopniowo podnosić spadające dziś oczekiwania co do tempa wzrostu PKB w strefie euro na 2024. Korespondowałoby to z powrotem do narracji – wyższe stopy na dłużej (czyli cięcia stóp przez EBC będą, ale nie tak silne i szybkie, jak dziś oczekuje rynek, a stopy procentowe w Europie nie wrócą do realnie ujemnych poziomów). Ten scenariusz, jak pokazuje amerykański wzorzec z lat 1995-97 nie jest wcale taki zły, ani dla akcji, ani dla obligacji, jeśli tylko gospodarka pokazuje siłę, a przedsiębiorstwa mogą pochwalić się lepszymi wynikami finansowymi.
- ✦ Choć Europa ustępuje Ameryce miejsca pod względem inwestycyjnym z perspektywy rewolucji AI, to jednak stanowi dobrą ekspozycję na potencjalne odreagowanie w globalnym przemyśle i handlu, co po zakończeniu rozliczeń z pandemią może i powinno mieć miejsce. Znaczący udział spółek finansowych również jest wyróżnikiem europejskich rynków, na tle Wall Street. Banki były zresztą jednym z motorów ubiegłorocznych wzrostów na Starym Kontynencie i patrząc na ich siłę w pierwszym tygodniu nowego roku



(wzrosty wobec spadków szerokich indeksów) można zakładać, że nie powiedziały jeszcze ostatniego słowa.

- ✦ Oczekiwania na zmianę w polityce monetarnej EBC i szybki spadek kosztu kapitału, stały zapewne za bardzo silnymi wzrostami na europejskich giełdach pod koniec ubiegłego roku, ale dla ich kontynuacji niezbędny jest kluczowy dla Europy, fundamentalny składnik – przemysłowe ożywienie. Wzrosty te były zapewne nieco na wyrost i zapożyczyły trochę potencjału z tegorocznych giełdowych zwyczajów, które bazują bardziej na scenariuszu przemysłowej odbudowy niż na ewentualnych głębokich cięciach stóp procentowych. Natomiast struktura tego ostatniego wzrostu, w którym uczestniczyła większość spółek z różnych sektorów, tak jak i segment mniejszych oraz średnich spółek daje nadzieję, że ta wzrostowa fala może być traktowana jako zapowiedź pozytywnych tendencji na europejskich parkietach w 2024 roku. To właśnie mniejsze spółki, które nie tylko w USA, ale też w Europie razily słabością przez większość ubiegłego roku, mogłyby najbardziej skorzystać na realizacji scenariusza opartego na zakończeniu przemysłowej zapaści.
- ✦ W przeciwieństwie do pozycjonowania inwestorów na początku 2023 roku, w grudniu, większość zarządzających deklarowała niedoważenie europejskich akcji (preferencje zdecydowanie przechyliły się na korzyść akcji amerykańskich), choć już mniejsze niż w październiku (zarządzający gonili wzrosty w końcówce roku). Dlatego, teoretycznie, jest trochę miejsca do dalszego zaskakiwania globalnych zarządzających przez wciąż niedocenioną Europę. Szczególnie, że mnożniki wycen większości spółek na Starym Kontynencie wciąż są atrakcyjne, tak historycznie, jak i relatywnie np. do amerykańskich spółek. Jednak bez odbudowy przemysłu, pokaz siły ze strony europejskich indeksów, w ostatnich tygodniach ubiegłego roku, może zakończyć się takim samym rozczarowaniem, jak ich „wystrzał” z początku 2023 roku (gdy chińskie otwarcie okazało się falstartem).

### **POLSKA**

**Zakładamy, że fala wzrostów, jaka przetoczyła się przez warszawski parkiet w efekcie wyniku październikowych wyborów parlamentarnych w Polsce, za którą stał zarówno kapitał krajowy, jak i zagraniczny nie była ostatnim pokazem siły krajowego rynku. W 2024 roku polska giełda może i nie będzie najlepsza na świecie (tak jak była od połowy października 2022 do końca 2023 roku), ale przynajmniej teoretycznie ma potencjał do tego, żeby ponownie stanąć w szranki z najlepszymi.**

- ✦ Koniec 2023 roku świętowaliśmy z rekordowymi poziomami wszystkich indeksów (po wliczeniu dywidend) od WIG20TR, po sWIG80TR. W 2024 roku mamy szansę na kolejne maksima, choć raczej nie powinniśmy oczekiwać stóp zwrotu porównywalnych do ubiegłorocznych. Przemawiają za tym dwa argumenty: według prognoz poziom zysków generowanych przez firmy z perspektywy całego indeksu nie zmieni się, a dalszy wzrost

mnożników wycen (np. cena do zysku), których odbudowa była głównym źródłem ubiegłorocznych wzrostów, ma dość ograniczony potencjał do kontynuacji. Wciąż wysoka inflacja i tym samym wysoki koszt pieniądza w Polsce powinny wpływać na utrzymanie mnożników wycen na poziomach niższych niż średnia z poprzednich dwóch dekad, gdy inflacja wynosiła średnio 2,5%, a nie ponad 6%, jak to ma miejsce dziś. Dlatego trudno oczekiwać, że z obecnego poziomu wskaźnika C/Z dla indeksu WIG wynoszącego około 8,5-9, będziemy w stanie szybko powrócić do historycznej średniej dla naszego rynku, czyli 12,5. Podniesienie tego wskaźnika np. do 10 w 2024 roku i tak byłoby sporym dokonaniem. Choć sektor bankowy, główna siła pociągowa ubiegłorocznego powrotu do fundamentów, wciąż może pokazywać rekordowe wyniki i odzyskiwać zaufanie inwestorów, szczególnie zagranicznych, to jednak skala dotychczasowej poprawy wycen w tej branży była na tyle znacząca, że trudno oczekiwać równie istotnego wpływu banków na warszawskie indeksy jak w ubiegłym roku. Wsparciem dla naszych banków może się natomiast okazać kontynuacja dobrego zachowania segmentu finansowego w Europie Zachodniej (na co może wskazywać siła europejskich banków w pierwszych dniach nowego roku).

- ✦ Generalnie ustanawianie nowych rekordów przez indeksy giełdowe w roku, w którym dynamika polskiego PKB po raz pierwszy od trzydziestu lat (nie licząc 2020 roku) była praktycznie zerowa (co zazwyczaj powinno oznaczać recesję), jest mało intuicyjne. Ta słabość krajowej gospodarki (taka jak i europejskiej) była jednak jedynie konsekwencją rozliczeń z pandemiczną ekspansją. Nie było prawdziwej recesji i nic nie wskazuje na to, żeby się miała pojawić w 2024 roku. Wręcz przeciwnie, większość ekonomistów oczekuje dość wyraźnego przyspieszenia krajowej gospodarki (wzrost PKB o 2,5-3%) wywołanego przede wszystkim wzrostem konsumpcji.
- ✦ Konsumpcyjny boom ma być konsekwencją z jednej strony wzrostu zarobków przekraczającego inflację, a z drugiej efektem impulsu fiskalnego (transfery socjalne tj. 800+, waloryzacja rent i emerytur, podwyżki płac dla sektora publicznego, w tym dla nauczycieli, „babciowe”) oraz decyzji rządu o zwiększeniu płacy minimalnej. Wyraźna poprawa nastrojów wśród konsumentów w ciągu ostatnich dwunastu miesięcy oraz dotychczasowe i oczekiwane obniżki stóp procentowych przez RPP, wraz z odbudową akcji kredytowej, pomogą wesprzeć tegoroczne odbicie w krajowej konsumpcji. Istotnym czynnikiem mogącym poprawić stan krajowej gospodarki nie tylko w tym, ale też w kolejnych latach, jest wyczekiwane odblokowanie środków unijnych przeznaczonych dla naszego kraju m.in. z KPO. Natomiast potencjalne odrodzenie globalnego przemysłu i handlu, na czym w dużej mierze opiera się nasz w miarę pozytywny scenariusz dla światowej gospodarki i giełd na 2024 rok, może się stać dodatkowym katalizatorem nie tylko dla wzrostu PKB w Polsce, ale dla zachowania się akcji na krajowej giełdzie.
- ✦ Zakładamy, że fala wzrostów jaka przetoczyła się przez warszawski parkiet w efekcie wyniku październikowych wyborów parlamentarnych w Polsce, za którą stał zarówno

kapitał krajowy (niewidziane od dawna napływy do funduszy detalicznych), jak i zagraniczny (od kilku lat omijający nasz region) nie była ostatnim pokazem siły krajowego rynku. W latach 1995-97, podczas hossy na Wall Street, pomimo „wyższych stóp na dłużej” i słabszego zachowania rynków wschodzących jako całości, to właśnie Polska była gwiazdą wśród *emerging markets*. Czasy się oczywiście zmieniły, ale jak to tłumaczy analiza techniczna lub teoria cykli gospodarczych i rynkowych pewne trendy i tendencje mają skłonność do powtarzania się bez względu na czas i miejsce. W 2024 roku polska giełda może i nie będzie najlepsza na świecie (tak jak była od połowy października 2022 do końca 2023 roku), ale przynajmniej teoretycznie ma potencjał do tego, żeby ponownie stanąć w szranki z najlepszymi.

### RYNKI WSCHODZĄCE

**Rynki wschodzące, przynajmniej teoretycznie, powinny w tym roku zyskać wsparcie, zarówno ze strony wzrostu wyników generowanych przez spółki, spadającej inflacji (m.in. eksport chińskiej deflacji) i tym samym potencjału do obniżek stóp przez banki centralne (co już się w wielu krajach zaczęło), jak i ze strony amerykańskiego dolara, który przynajmniej nie powinien się umacniać.**

- ✦ Na początku ubiegłego roku inwestorzy byli przekonani, że rynki wschodzące pokonają rynki rozwinięte między innymi dzięki ogłoszonemu na przełomie listopada i grudnia 2022 roku otwarciu chińskiej gospodarki i przeważali te rynki w portfelach, szczególnie kosztem Wall Street. Jak się okazało była to mało opłacalna strategia, a winą za jej nieskuteczność można obarczyć z jednej strony rewolucję AI, która tchnęła w amerykańskie spółki technologiczne nowe życie, a z drugiej Chiny i ich zaskakującą gospodarczą słabość. W rezultacie indeks MSCI rynków wschodzących wzrósł o jedyne 7% (9% z dywidendami) licząc w dolarze i to tylko dzięki odbiciu w ostatnich dwóch miesiącach roku (pierwsze 10 miesięcy kończył z 4% stratą). Nie należy jednak oceniać zachowania rynków wschodzących po okładce (głównym indeksie, gdzie Chiny mają wciąż najwyższą wagę). Trzeba zaznaczyć, że spośród wielu *emerging markets* to chińskie akcje odegrały zasadniczą rolę w tym relatywnym pokazie słabości w wykonaniu rynków wschodzących (zresztą już po raz trzeci z rzędu). Okazuje się bowiem, że po wyłączeniu Chin z indeksu, pozostałe rynki wschodzące radziły sobie niewiele gorzej niż Wall Street, a porównywalnie ze strefą euro czy Japonią, rosnąc o 20% (wszystkie indeksy w dolarze).
- ✦ Chiny muszą się dziś borykać z czterema istotnymi problemami naraz (poza innymi bardziej długofalowymi, jak pogarszająca się demografia). Pierwszy to rozpoczęty jeszcze za prezydenta Donalda Trumpa, a przyspieszony po pandemii i w jej wyniku, proces ograniczania uzależniania światowych producentów od ich chińskich dostawców lub wytwórców, czyli reshoring lub szerzej deglobalizacja. Spadające, od początku 2022 roku,

jak kamień w wodę bezpośrednio inwestycje zagraniczne są tego najlepszym dowodem. Drugi to wojna technologiczna, wojna o chipy, między USA (i Europą), a Chinami. Trzeci to rozpoczęty w połowie 2021 roku proces w miarę kontrolowanego wypuszczenia powietrza ze spekulacyjnej bańki na rynku nieruchomości. Spadek cen mieszkań oraz niespłacalność produktów finansowych opartych na rynku nieruchomości stanowią dość poważne obciążenie dla chińskich konsumentów i ich skłonności do zaciągania kredytów czy zwiększania wydatków. Czwarty problem to słabość globalnego przemysłu i handlu w wyniku rozliczeń z pandemiczną nadmierną ekspansją (ten akurat wydaje się przejściowy). Jest w sumie jeszcze jeden kłopot, który władze w Pekinie sprowadziły same na siebie, czyli słabość wcześniejszych gwiazd chińskiego rynku akcji (odpowiedników amerykańskich FANGs), czyli takich spółek jak Tencent, Alibaba, Meituan czy Baidu. Zbyt ścisła kontrola państwa i nadmierne regulacje oraz ingerencja w działalność tych firm spowodowały, że inwestorzy odwrócili się od nich, a poziom ich wycen zdecydowanie odstaje od ich amerykańskich wzorców. Jeszcze dwa, trzy lata temu to właśnie te spółki (jak i Chiny) były typowane na zwycięzców w pogoni za stworzeniem sztucznej inteligencji, przede wszystkim, dzięki bezproblemowemu dostępowi do wszelkich danych o całej populacji i wsparciu aparatu państwowego. Dziś wygląda na to, że Chiny oddały Ameryce wygraną w rewolucji AI walkowerem.

- ✦ Patrząc na dłuższą historię udziału Państwa Środka w indeksie rynków wschodzących, można stwierdzić, że do lutego 2021 roku, chińskie spółki były dobrym odzwierciedleniem generalnych tendencji panujących też na innych *emerging markets*. Jednak od trzech lat Chiny stały się jakby odrębnym bytem, który jedynie zaciemnia trendy panujące na rynkach wschodzących. Na początku 2023 roku jednym z najbardziej obleganych zakładów wśród inwestorów było trzymanie się (przeważanie) chińskich akcji. Dziś jest odwrotnie. Los bywa dla inwestorów złośliwy, więc nawet jeśli nie widać dziś podstaw do tego, żeby Chiny (gospodarka oraz/lub rynek akcji) pozytywnie zaskoczyły inwestorów w 2024 roku to przynajmniej zręby fundamentu pod to zostały już zbudowane.
- ✦ Słabość i problemy Chin wykorzystują inne rynki wschodzące, czego najlepszym przykładem jest Meksyk, który stał się właśnie największym partnerem handlowym USA wyprzedzając Państwo Środka. Meksyk jest też wielkim placem budowy, gdzie proces reshoringu widać najmocniej, a dynamika inwestycji prywatnych oraz publicznych sięga 25% rocznie. Dodając do tego znaczący wzrost płacy minimalnej, przy niższych dziś wynagrodzeniach pracowników fabrycznych niż w Chinach, spadającą inflację i potencjał do obniżek stóp procentowych z wysokich ponad 11%, otrzymujemy przepis na kontynuację pozytywnych trendów, zarówno w gospodarce, jak i na rynku akcji. Także na innych rynkach wschodzących takich jak Indie, Korea, Tajwan czy Brazylia, które dobrze radziły sobie w 2023 roku pomimo chińskich problemów, trudno dziś znaleźć czynniki mające odwrócić pozytywne trendy rozpoczęte w ubiegłym roku. Dotyczy to także Polski

i Węgier. Do tego wzrost eksportu z Korei i Tajwanu, który trwa zaledwie kilka miesięcy był zazwyczaj zapowiedzią trwalszej, globalnej tendencji w przemyśle oraz handlu.

- ✦ Turecka giełda, będąca największą niespodzianką 2022 roku, w 2023 roku, zgodnie z powszechnie obowiązującym trendem zamieniania zwycięzców w przegranych i odwrotnie, ścigała się z Chinami i Tajlandią o mało zaszczytne, ostatnie miejsce wśród rynków wschodzących. Nie była to jednak wina cen akcji tureckich spółek, których notowania urosły o około 40%, wciąż wspierane wzrostem przychodów i zysków, korzystających z premii (iluzji) inflacyjnej. Tym razem inwestorzy zagraniczni nie mieli tyle szczęścia co w 2022 roku, gdy tureckie władze sztucznie podtrzymywały kurs liry serwując darmowy lunch zachodnim graczom. W 2023 roku spadek tureckiej waluty o 36% zniwelował wszystkie zyski z nominalnego wzrostu indeksu akcji na giełdzie w Stambule. Trzeba jednak zaznaczyć, że po majowych wyborach prezydenckich nastąpiła (choć stopniowo) istotna zmiana w polityce gospodarczej i monetarnej w Turcji, która daje nadzieję, że inwestowanie w tym kraju stanie się bardziej przewidywalne z punktu widzenia inwestorów zagranicznych. Trudno ocenić, czy te działania są wystarczające do skutecznego obniżenia dynamiki wzrostu cen, czy okaże się niezbędne podjęcie bardziej bolesnych dla gospodarki kroków. Turcja wciąż jest najtańszym rynkiem wschodzącym z dużym, długoterminowym potencjałem, ale w dalszym ciągu obciążonym sporym ryzykiem z punktu widzenia globalnych inwestorów.
- ✦ Rynki wschodzące nie są dziś ulubieńcem inwestorów, co jest w gruncie rzeczy „zasługą” chińskich spółek, dlatego jest miejsce do inwestycyjnych zaskoczeń z ich strony. Jednak bez faktycznego, globalnego ożywienia w przemyśle może być z tym ciężko. Same Chiny należy, póki co, traktować jedynie jako atrakcyjnie wycenioną opcję, która może, ale w 2024 roku jeszcze nie musi, okazać się zyskownym zakładem. Generalnie rynki wschodzące, przynajmniej teoretycznie powinny w tym roku zyskać wsparcie, zarówno ze strony wzrostu wyników generowanych przez spółki, spadającej inflacji (m.in. eksport chińskiej deflacji) i tym samym potencjału do obniżek stóp przez banki centralne (co już się w wielu krajach zaczęło), jak i ze strony amerykańskiego dolara, który przynajmniej nie powinien się umacniać. Pewnym elementem ryzyka są wybory polityczne, które odbywają się w tym roku w wielu krajach np. prezydenckie w Meksyku, czy powszechne w Indiach, ale mogą one być traktowane też jako szansa, a nie zagrożenie.



### OBLIGACJE

**Spodziewamy się, że 2024 r. nadal będzie korzystny dla obligacji. W skali globalnej kontynuowany będzie trend spowolnienia gospodarczego i dalsze obniżenie tempa inflacji. W takim otoczeniu można oczekiwać rozpoczęcia cyklu obniżek stóp procentowych przez najważniejsze banki centralne.**

- ✦ Zarówno amerykański Fed jak i Europejski Bank Centralny, przy inflacji w okolicy 2%, już w pierwszej połowie roku będą miały sporą przestrzeń do zwrotu w polityce pieniężnej. Aktualnie rynek wycenia w tym roku pięć obniżek stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych o 25 pkt bazowych, nie jest to nadal bardzo dużo z perspektywy poprzednich cykli luzowania polityki pieniężnej. Podobna skala obniżek dyskontowana jest w strefie euro. Zakładamy, że skala obniżek może być na tych rynkach ostatecznie większa i tutaj upatrujemy głównego paliwa napędowego dla funduszy obligacji w bieżącym roku.
- ✦ Na przekór globalnemu spowolnieniu krajowa gospodarka powinna odnotować istotne ożywienie. Głównym motorem wzrostu powinna być konsumpcja, która będzie beneficjentem obniżenia się inflacji i tym samym wzrostu realnych wynagrodzeń. Przy bardzo mocnym rynku pracy, ekspansji fiskalnej i silnej konsumpcji, wzrost gospodarczy w Polsce w 2024 r. może przekroczyć nawet 3%. Będzie to powodować utrzymywanie się pewnej presji inflacyjnej. Komplikuje to ścieżkę inflacji, która swój dołek powinna zanotować w pierwszym kwartale na poziomie 3%, a następnie powoli rosnąć w kolejnych miesiącach kończąc rok w przedziale 5-6%. Taki scenariusz utrudnia decyzję, co do harmonogramu kontynuacji cyklu obniżek stóp procentowych i sprawia, że RPP na wiosnę pozostanie raczej ostrożna.
- ✦ Funkcja reakcji RPP od jesieni jest w trakcie ewolucji i jest obciążona dużą niepewnością. Niemniej jednak zakładamy, że zarówno prognozy inflacji NBP, zakładające powrót inflacji do celu w horyzoncie projekcji, jak również otoczenie globalnych i regionalnych obniżek stóp procentowych będzie wpływać na wycenę kontynuacji dużego cyklu obniżek, również w Polsce. W odróżnieniu od rynków zagranicznych skala pozytywnego zaskoczenia na lokalnym rynku w stosunku do wycenianego już obecnie scenariusza jest jednak w naszej ocenie bardzo ograniczona. Zakładamy, że stopa referencyjna NBP spadnie na koniec roku do 5%.
- ✦ Ewentualna mniejsza od aktualnych oczekiwań skala finalnych obniżek stóp procentowych w Polsce nie powinna być przeszkodą dla kontynuacji trendu spadkowego krajowych rentowności obligacji w 2024 r. Dotyczyć to powinno szczególnie długiego końca krzywej dochodowości, który zależny jest w pierwszej kolejności od sytuacji na rynkach międzynarodowych. W naszym scenariuszu bazowym spodziewamy się, że rentowność 10-letnich obligacji skarbowych na koniec roku będzie się kształtować w przedziale 4-4,50%.



- ✦ Największym zagrożeniem dla scenariusza bazowego pozostaje polityka fiskalna i skala podaży obligacji na rynku pierwotnym. Wysokie deficyty budżetowe na całym świecie były głównym czynnikiem ciężącym na rynku obligacji w poprzednim roku i sprawiły, że na wielu rynkach wróciły dawno niewidziane dodatnie premie terminowe dla obligacji z dłuższym terminem do wykupu. Wysoka skala podaży jest w 2024 r. dość powszechnie oczekiwana i w dużej mierze nadal wyceniana przez rynek. Krajowe potrzeby pożyczkowe Skarbu Państwa w tym roku również będą rekordowo wysokie i będą wpływać na podwyższoną zmienność szczególnie w pierwszej połowie roku, kiedy to tradycyjnie skala podaży obligacji jest największa. Choć krajowy budżet jest bardzo napięty, to spodziewamy się, że potrzeby pożyczkowe netto zostaną (podobnie jak w zeszłym roku) sfinansowane przez krajowy sektor bankowy, który pozostaje strukturalnie coraz bardziej nadpłynny. Poprawa sentymentu inwestycyjnego może również sprzyjać napływowi inwestorów zagranicznych. Wraz z pozostałym popytem instytucjonalnym i detalicznym zakładamy, że przy pomocy alternatywnych rynków zagranicznych oraz środków z UE tegoroczny wymagający budżet zostanie sfinansowany bez niekontrolowanych perturbacji rynkowych.
- ✦ Na rynkach zagranicznych w warunkach słabszego globalnego otoczenia gospodarczego papiery skarbowe mają korzystniejszy profil zysku do ryzyka niż obligacje korporacyjne. Aktualna różnica rentowności między obligacjami high yield przedsiębiorstw, a papierami skarbowymi jest najmniejsza od blisko dwóch lat. W sytuacji nasilenia oczekiwań na obniżki stóp procentowych to papiery skarbowe będą większym beneficjentem trendu spowolnienia makroekonomicznego. Spadki rentowności papierów skarbowych powinny być w tym segmencie rynku większe, prowadząc do rozszerzenia się różnicy rentowności w stosunku do papierów przedsiębiorstw.
- ✦ Po bardzo dobrym roku dla obligacji rynków wschodzących w lokalnych walutach wydaje się, że 2024 r. może nie być dla nich już relatywnie tak dobry na tle rynków bazowych. Na ten moment wydaje nam się, że na rynkach wschodzących lepszy potencjał drzemie w obligacjach w twardych walutach, co wpisuje się raczej w nasze najbardziej konstruktywne podejście do rynku amerykańskich obligacji skarbowych i państw strefy euro, gdzie dostrzegamy również dużą przestrzeń do luzowania polityki pieniężnej.
- ✦ Z uwagi na nieco odmienną fazę cyklu gospodarczego, w tym oczekiwane ożywienie gospodarcze w Polsce, postrzegamy krajowy rynek obligacji korporacyjnych jako relatywnie atrakcyjny. Poprawa otoczenia makro powinna przełożyć się na spadek lokalnego ryzyka kredytowego. Krajowy rynek papierów korporacyjnych jest również beneficjentem utrzymywania się podwyższonych stawek WIBOR. Wsparciem dla wycen obligacji przedsiębiorstw może być kontynuacja trendu napływów środków do funduszy dłużnych. Wysokie potrzeby pożyczkowe sektora finansów publicznych mogą jednak ograniczać możliwość istotnego spadku oczekiwanych marż kredytowych obligacji przedsiębiorstw i tym samym wzrostu ich cen na rynku wtórnym.

- ✦ Choć scenariusz bazowy zakłada kontynuację korzystnych tendencji dla funduszy o wyższym ryzyku stopy procentowej to jednak potencjalnie mniejsza skala cyklu obniżek stóp procentowych NBP sprzyjająca stabilizacji stawek WIBOR na podwyższonych poziomach oznacza, że w tym roku fundusze krótkoterminowe również mają szansę na bardzo dobre stopy zwrotu. Wynika to z wysokiej dochodowości papierów o zmiennym kuponie opartych na stawkach WIBOR, które stanowią trzon portfeli funduszy płynnościowych.

### ZŁOTO

**W scenariuszu bazowym przyjmujemy, że spodziewany w okolicach połowy roku pro wzrostowy impuls dla złota w postaci rozpoczęcia obniżek stóp procentowych w USA, może doprowadzić do trwałego wybicia się jego kursu na nowe maksima. W perspektywie końca 2024 roku oznaczałoby to przeniesienie kwotowań kruszcu najprawdopodobniej do poziomu ok. 2200 USD za uncję, z potencjałem na jeszcze silniejszy ruch w górę.**

- ✦ W 2023 roku cena złota wyrażona w dolarze amerykańskim wzrosła o 14,6%, co było wynikiem zgodnym z prognozą, jaką przedstawialiśmy rok temu i którą podtrzymaliśmy w połowie roku. Od dwóch lat złoto pozostaje zdecydowanym liderem wśród szerokich klas aktywów denominowanych w dolarze pod względem stopy zwrotu. Po raz kolejny dowiodło też, że w trudnych dla rynków kapitałowych okresach potrafi ochronić portfel przed istotnym spadkiem wartości, a w okresach lepszych – dostarczyć solidny zwrot z inwestycji.
- ✦ Perspektywy inwestycji w złoto w roku 2024 rysują się również w pozytywnych barwach. Wynika to przede wszystkim ze spodziewanego w tym roku rozpoczęcia cyklu obniżek stóp procentowych w USA. Biorąc pod uwagę wszystkie amerykańskie cykle polityki monetarnej w XXI wieku, w horyzoncie dwóch lat od pierwszej obniżki złoto pozwalało zarobić średnio ok. 25%, czyli ok. 12% w skali roku. Momenty rozpoczęcia istotnych spadków nominalnych rentowności obligacji amerykańskich, wywołanych zapowiadaniem lub realizowanym odchodzeniem przez Fed od restrykcyjnej polityki monetarnej, korespondują natomiast z początkami silnych trendów wzrostowych na złocie. Obniżka stóp w USA będzie prawdopodobnie miała przełożenie również na spadek długoterminowych realnych rentowności oraz spadek relatywnej atrakcyjności dolara w stosunku do innych walut. Oba te czynniki, będące istotnymi średnioterminowymi determinantami dynamiki cen kruszcu, powinny oddziaływać pozytywnie na stopę zwrotu inwestycji w złoto w 2024 roku.
- ✦ Rynki finansowe od ponad pół roku zmagają się z próbą zaprognozowania momentu pierwszej obniżki stóp w USA i perspektywa ta regularnie oddala się w czasie. Wynika to w dużej mierze z przesilen w debacie hard vs. soft landing gospodarki amerykańskiej,

a zatem w zmieniającej się przeszłości, jaka będzie stała za poluzowaniem polityki monetarnej przez Fed. Takie okoliczności przełożyły się na podwyższoną zmienność cen złota w 2023 roku oraz już kilkakrotne nieudane próby trwałego wybicia się jego kursu ponad historyczne maksimum.

- ✦ W scenariuszu bazowym przyjmujemy, że z tego typu sytuacją możemy mieć do czynienia do momentu, w którym narracja Fed, symptomy spowolnienia gospodarczego w USA oraz dynamika inflacji będą już jednoznacznie uzasadniać tezę o rozpoczęciu obniżek stóp. W związku z tym oczekujemy, że silny pro wzrostowy impuls dla złota związany z odwróceniem kursu polityki monetarnej w USA będzie miał miejsce w okolicach połowy 2024 roku, a do tego czasu możemy dalej na rynku kruszcu doświadczać wznoszeń i upadków, wywoływanych zmieniającymi się interpretacjami danych makroekonomicznych oraz komunikatów płynących z amerykańskiego banku centralnego.
- ✦ Ewentualne dalsze korekty ceny złota powinny być już jednak ograniczone, gdyż perspektywa czasowa pierwszej obniżki w USA, mimo że systematycznie postrzegana przez rynek zbyt optymistycznie, rzeczywiście wydaje się w chwili obecnej nieodległa. Dodatkowo, kurs złota wspiera napięta sytuacja geopolityczna. Wybuch konfliktu zbrojnego w Strefie Gazy, zatrzymanie procesu normalizacji stosunków między Izraelem, a krajami arabskimi oraz niechęć społeczeństwa amerykańskiego do dalszego finansowania wysiłków zbrojnych Ukrainy w wojnie z Rosją istotnie pogarszają percepcję bezpieczeństwa światowego. Takie okoliczności skłaniają inwestorów do poszukiwania bezpiecznych przystani dla kapitału, a za takową uznawany jest właśnie kruszec. Co więcej, od dwóch lat mamy do czynienia ze wzmożonym popytem na złoto ze strony banków centralnych, a w ostatnim kwartale 2023 roku zaczęliśmy obserwować również wzrost długich pozycji wśród inwestorów prywatnych, co może być pierwszym przejawem szerszej poprawy sentymentu do kruszcu.
- ✦ Wszystkie omówione czynniki pozwalają pozytywnie zapatrywać się na perspektywy cen złota w średnim terminie. W scenariuszu bazowym przyjmujemy, że spodziewany w okolicach połowy roku pro wzrostowy impuls dla złota w postaci rozpoczęcia obniżek stóp procentowych w USA, może doprowadzić do trwałego wybicia się jego kursu na nowe maksima. W perspektywie końca 2024 roku oznaczałoby to przeniesienie kwotowań kruszcu najprawdopodobniej do poziomu ok. 2200 USD za uncję, z potencjałem na jeszcze silniejszy ruch w górę.

### Nota prawna

Niniejszy materiał ma wyłącznie charakter promocyjny. Opracowany został przez Investors TFI S.A. w związku z zarządzaniem funduszami inwestycyjnymi. Materiał oraz zawarte w nim prognozy stanowią wyłącznie wyraz poglądów jego autora i oparte zostały na stanie wiedzy aktualnym na dzień jego sporządzenia. Przy sporządzeniu materiału i zawartych w nim prognoz oparto się na informacjach pozyskanych z powszechnie dostępnych i uznanych za wiarygodne źródeł, dokładając należytej staranności, aby informacje zamieszczone w niniejszym materiale były rzetelne, niemniej jednak nie można zagwarantować ich poprawności, kompletności i aktualności. Investors TFI S.A. zastrzega sobie możliwość zmiany przedstawionych opinii, w tym w przypadku zmiany sytuacji rynkowej, bez konieczności powiadamiania o niej adresatów niniejszego materiału. Investors TFI S.A. nie gwarantuje ziszczenia się scenariuszy lub prognoz zamieszczonych w niniejszym materiale, w szczególności przedstawione informacje (historyczne i prognozowane) nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości.

Materiał niniejszy nie stanowi oferty publicznej ani publicznego oferowania w zakresie nabycia lub sprzedaży jakichkolwiek papierów wartościowych ani oferty w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny. Nie stanowi również rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Podane informacje nie mogą być traktowane jako usługa doradztwa inwestycyjnego lub innego typu doradztwa, w tym świadczenia pomocy prawnej. Wnioski wyciągnięte na podstawie przedstawionych komentarzy i prognoz nie powinny stanowić samodzielnej podstawy jakichkolwiek decyzji inwestycyjnych. Niniejszy materiał nie zawiera pełnych informacji niezbędnych do oceny ryzyka związanego z inwestycją w papiery wartościowe oraz inne instrumenty finansowe. Decyzje inwestycyjne co do inwestowania w fundusz powinny być podejmowane w oparciu o informacje obejmujące w szczególności: opis czynników ryzyka, zasady sprzedaży jednostek uczestnictwa, tabelę opłat manipulacyjnych oraz szczegółowe informacje podatkowe zawarte w Prospekcie Informacyjnym funduszu oraz informacje zawarte w dokumencie Kluczowe informacje dla inwestorów. Prospekt Informacyjny funduszu oraz Kluczowe Informacje dla inwestorów, dostępne są w punktach dystrybucji funduszu, w siedzibie Investors TFI S.A. oraz na stronie internetowej [www.investors.pl](http://www.investors.pl). Dotychczasowe wyniki funduszy inwestycyjnych nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Investors TFI S.A. ani zarządzane przez nie fundusze nie gwarantują osiągnięcia założonych celów inwestycyjnych funduszy. Wartość jednostek uczestnictwa może cechować się dużą zmiennością, w związku z czym uczestnik funduszu powinien liczyć się z możliwością utraty części wpłaconego kapitału. Prezentowane stopy zwrotu funduszu nie są tożsame ze stopą zwrotu z inwestycji osiągniętą przez uczestnika funduszu, gdyż nie uwzględniają opłat manipulacyjnych pobieranych przy nabyciu jednostek uczestnictwa i podatków. Przy nabyciu jednostek uczestnictwa funduszy pobierana jest opłata manipulacyjna na zasadach i w wysokości określonej w Prospekcie Informacyjnym funduszu. Zyski osiągnięte z inwestycji w jednostki uczestnictwa funduszy obciążone są podatkiem od dochodów kapitałowych, na podstawie Ustawy z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych. Investors Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. jest podmiotem prowadzącym działalność na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego udzielonego decyzją nr DFI/W/4030-30-1-3431/05 z dnia 12 lipca 2005 r. w zakresie tworzenia funduszy inwestycyjnych i zarządzania nimi, w tym pośrednictwa w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa, reprezentowania ich wobec osób trzecich oraz zarządzaniu zbiorczym portfelem papierów wartościowych.

Data sporządzenia: 10.01.2024 r.

**Investors Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.**

Zebra Tower | ul.Mokotowska 1 | 00-640 Warszawa

tel. +48 22 378 9100 | fax +48 22 378 9101

[www.investors.pl](http://www.investors.pl) | [office@investors.pl](mailto:office@investors.pl)