

Komentarz do sytuacji

na rynkach finansowych

Inflacja na największych rynkach spowolniła

W Polsce nieduży potencjał do obniżek stóp procentowych

Rok 2024 może być rokiem obligacji

Czy przed nami kolejny dobry rok na giełdach?

Pod koniec roku **inflacja** bazowa w największych gospodarkach rozwiniętych - grupie G10 - oraz największych gospodarkach wschodzących **mocno spowolniła**. Także w Polsce, według wstępnego szacunku GUS, inflacja spadła z 6,6% w listopadzie do 6,1% w grudniu (aż 0,5% poniżej średnich opinii analityków). Początek roku może utrzymać ten trend, ponieważ tarcza inflacyjna w zakresie cen prądu i gazu nadal działa. Utrzymany został również niższy VAT na żywność. W ciągu roku oczekujemy też spadku stopy inflacji do średniego poziomu 5,5%.

Wciąż jest to jednak poziom podwyższony w stosunku do celu inflacyjnego RPP, **Dlatego spodziewamy się tylko niewielkich obniżek stóp procentowych**. Politykę stabilizacji stóp powinno wspierać ożywienie gospodarcze (do poziomu 3%), wzrost popytu gospodarstw domowych oraz rosnący deficyt Skarbu Państwa. Efekt wyborów to zwiększone szanse na **odblokowanie inwestycji** oraz napływ inwestycji zagranicznych i transfery z KPO. Nowy rząd uzyskał spory **kredyt zaufania na rynkach finansowych** — pozwoli to sfinansować wzrost deficytu, który wynika także z realizacji obietnic wyborczych.

Polskie obligacje powinny być atrakcyjne dla inwestorów zagranicznych. W obliczu mocniejszego złotego na dziś udział inwestorów zagranicznych w finansowaniu polskiego długu jest wciąż o połowę niższy niż w innych krajach regionu. Stabilizacja cen obligacji zmiennokuponowych i umiarkowana zmienność obligacji o stałym kuponie oznacza dobrą sytuację dla funduszy inwestujących w te papiery

Po świetnym roku 2023 na rynkach akcji, pierwsze dni nowego roku stały pod znakiem korekty. Jednak otoczenie łagodnej recesji w głównych gospodarkach, spadek stóp procentowych — a w przypadku Polski solidny wzrost PKB (na tle Unii Europejskiej) — to **solidne podstawy do dobrych wyników indeksów giełdowych w roku 2024**. W przypadku Polski dodatkowym argumentem jest potencjał wzmocnienia złotego. Może to być dodatkowy argument dla inwestorów zagranicznych, którzy zarabiają także na kursie walutowym.

Akcje

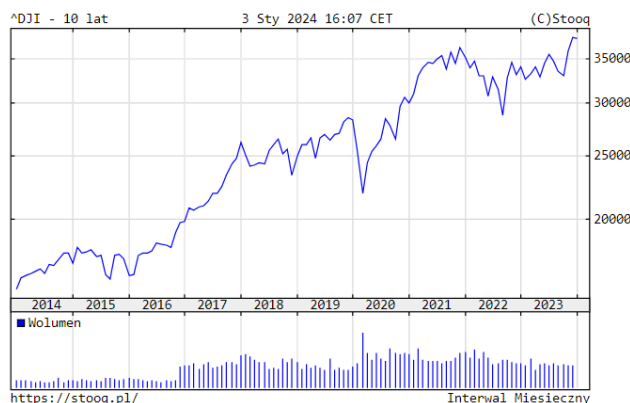
USA

Grudzień przyniósł kontynuację wzrostów na amerykańskim parkiecie. Indeks 500 największych amerykańskich firm wzrósł o 4,42%, Nasdaq o 5,52%, a Dow Jones Industrial o 4,84%. Rok 2023 przejdzie do historii jako okres solidnych wzrostów. Największym zainteresowaniem inwestorów cieszyły się spółki technologiczne — ich indeks zyskał na wartości ponad 40%. Był to jeden z najlepszych wyników w ostatniej dekadzie. S&P 500 odnotował stopę zwrotu na poziomie 24%, a indeks grupujący spółki przemysłowe prawie 14%. Dow Jones Industrial zakończył rok na historycznym szczycie, który wyniósł 37790,08 pkt.

Niniejsza publikacja została przygotowana przez Centrum Kompetencji Inwestycyjnych w ING Banku Śląskim S.A. wyłącznie w celach informacyjnych, bez uwzględnienia celów inwestycyjnych, sytuacji finansowej ani środków jakimi dysponuje odbiorca. Informacje zawarte w tej publikacji nie stanowią rekomendacji inwestycyjnej, ani porady inwestycyjnej, prawnej ani podatkowej, ani też oferty czy zachęty dotyczącej zakupu bądź sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. ING Bank Śląski S.A. dołożył należytej staranności aby zapewnić, że prezentowane informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak ING Bank Śląski S.A. i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność, ani wszelkie bezpośrednie i pośrednie szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji. O ile nie zastrzeżono inaczej, wszystkie opinie, prognozy i oszacowania należą do autora (autorów) oraz są aktualne w momencie publikacji i mogą ulec zmianie bez uprzedniej notyfikacji.

Rozpowszechnianie tej publikacji może być ograniczone przez prawo lub regulacje obowiązujące w różnych jurysdykcjach. Osoby, które znajdują się w jej posiadaniu powinny sprawdzić te regulacje i zastosować się do nich. Publikacja ta oraz zawarte w niej dane są chronione prawami autorskimi. Nie może być ona kopiowana, rozpowszechniana ani publikowana przez jakąkolwiek osobę w jakimkolwiek celu bez wyraźnej uprzedniej zgody ING Banku Śląskiego. Wszystkie prawa zastrzeżone. Działalność ING Banku Śląskiego S.A. (nr KRS 0000005459) jest nadzorowana przez Komisję Nadzoru Finansowego.



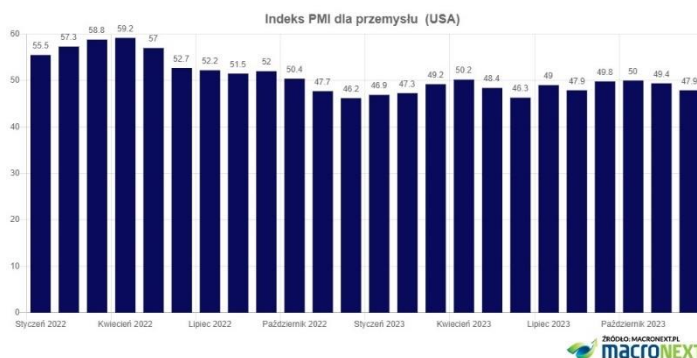
Wykres 1: Notowania Dow Jones Industrial od 2014 r. Źródło: www.stooq.pl

Inwestorzy chętnie kupowali akcje, ponieważ wzrosły szanse na zmianę polityki monetarnej w USA. Przewodniczący Fed zauważył zaostrzenie warunków kredytowych i finansowych. Na rynek napłynęły też informacje o zakończeniu cyklu podwyżek stopy procentowej. Konsensus prognoz rynkowych jest zgodny co do pierwszych obniżek w 2024 roku. Jednak ich tempo jest rozbieżne. Grupa ING przewiduje, że do pierwszej obniżki dojdzie już w II kwartale, a na koniec roku stopa procentowa w USA będzie wynosiła 4,00%.

	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	4Q25F
USA (górne ograniczenie przedziału)	5.50	5.50	5.00	4.50	4.00	3.50	3.00

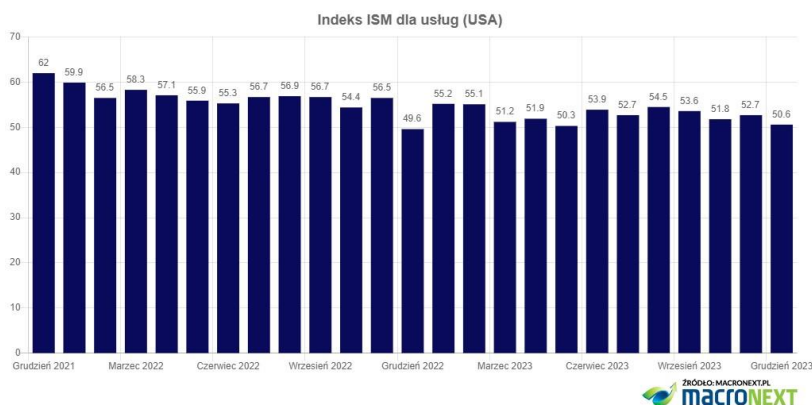
Tabela 1: Prognoza stóp procentowych w USA na dzień 13 grudnia 2023r.. Źródło: [www. https://think.ing.com/forecasts/](https://think.ing.com/forecasts/)

Oczekiwanie co do zmiany polityki monetarnej były również wspierane przez relatywnie słabe publikacje danych makroekonomicznych. Indeks PMI dla przemysłu w grudniu wyniósł 47,9 pkt (poniżej oczekiwań) i nadal znajdował się poniżej granicznej wartości 50 pkt. Raport ISM dla usług wyniósł 50,6 pkt, więc wykazał wzrost aktywności sektora, ale był niższy niż oczekiwania analityków (52,6 pkt).

Wykres 2: Indeks PMI dla amerykańskiego przemysłu od stycznia 2022 r.. Źródło: www.macronext.pl

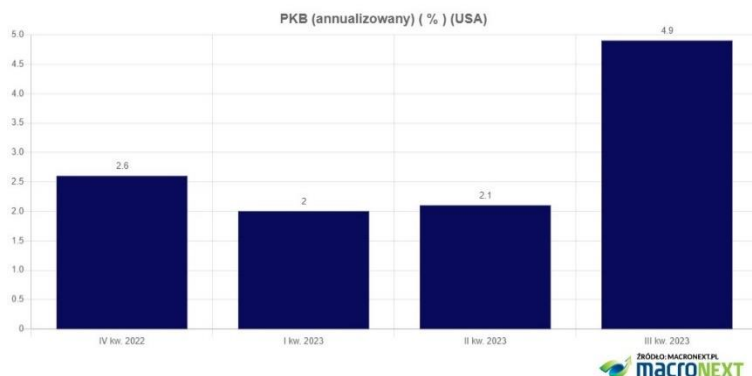
Indeks ISM dla usług wyniósł 50,6 pkt, więc wykazał wzrost aktywności sektora, ale był niższy niż oczekiwania analityków (52,6 pkt).





Wykres 3: Indeks ISM dla amerykańskich usług od grudnia 2021 r.. Źródło: www.macronext.pl

Zawarty w raporcie ISM indeks zatrudnienia spadł do najniższego od 2 lat poziomu 43,3 pkt, na co inwestorzy pozytywnie zareagowali. Co ciekawe, dane o sytuacji na rynku pracy opublikowane tego samego dnia (5 stycznia 2024 roku) były zdecydowanie lepsze od prognoz (wzrost zatrudnienia w sektorze pozarolniczym i prywatnym). Wcześniej psuło to nastroje wśród inwestorów i stawiało pod znakiem zapytania szybką zmianę w polityce monetarnej USA. Taka niejednoznaczność może być jednak dowodem na postępujące rozluźnienie na amerykańskim rynku pracy. Nie jest to jednak recesja, a „miękkie lądowanie”. Produkt krajowy brutto w III kwartale wzrósł rok do roku o 4,9%.



Wykres 4: PKB od IV kwartału 2022 r.. Źródło: www.macronext.pl

To mniej niż oczekiwano (5,2%), a zatem jest to kolejny argument ku obniżce kosztu pieniądza. Styczeń zwykle należy do byków na światowych rynkach akcji. Czy będzie tak również w 2024 roku? Wysoka inflacja jest już historią, co przemawia za dalszą drogą na północ amerykańskich indeksów. Jednak występują inne czynniki ryzyka takie jak np. eskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie. Inwestorzy również zadają sobie pytanie, jakie będą wyniki finansowe firm po długim okresie wysokich stóp procentowych. Póki co, publikacje nie zawodziły, a jak firmy poradziły sobie w IV kwartale 2023 roku zobaczymy już niebawem.

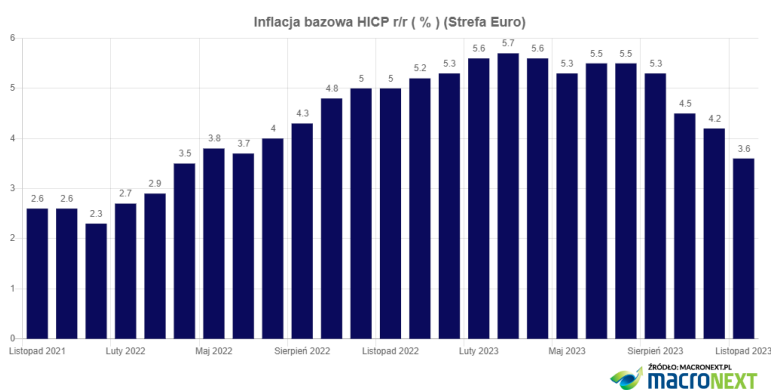
Europa

Końcówka roku przyniosła zwyżki również na europejskich parkietach. DAX wzrósł w minionym miesiącu o 3,31% i odnotował nowe historyczne maksimum na poziomie 17003,28 pkt. Stopa zwrotu w całym 2023 r. wyniosła ponad 20%. Dobrze radził sobie również francuski CAC40 (+3,18% w grudniu i +16,52% w 2023 r.) oraz włoski FTSE MIB (+2,07% w grudniu i +28,03% w 2023 r.). Apetyt na ryzyko europejskich inwestorów sprawił, że na indeksach grupujących największe spółki Starego Kontynentu również zobaczyliśmy poziomy, których nie widzieliśmy od wielu lat. Eurostoxx50 poszedł w górę w grudniu o 3,18%, a na przestrzeni minionego roku prawie 20%.

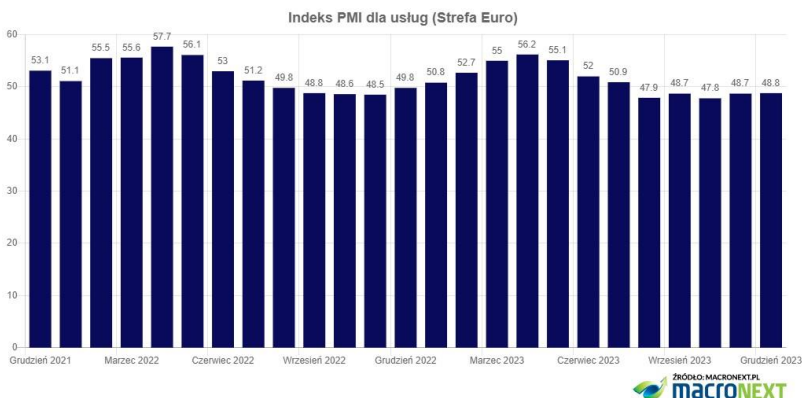


Wykres 5: Notowania Eurostoxx50 na przestrzeni ostatnich 5 lat. Źródło: www.google.com

Szeroki Eurostoxx600 we wspomnianych wcześniej okresach odnotował następujące stopy zwrotu: 3,77% i prawie 13% odpowiednio. Podobnie jak za oceanem, wzrosty na rynkach akcji to głównie zasługa zmiany oczekiwań co do polityki banków centralnych. Gospodarka zwalnia, a razem z nią spada presja inflacyjna. Potwierdzają to wstępne dane za grudzień:

Wykres 6: Inflacja bazowa HICP w Strefie Euro od grudnia 2021 r. Źródło: www.macronext.pl

Ostatni kwartał 2023 r. to wyraźny spadek głównego wskaźnika inflacji konsumenckiej. Inflacja bazowa również hamuje. Niestety nastroje w biznesie nadal pozostają negatywne. PMI dla usług w grudniu wyniósł 48,8 pkt i był powyżej oczekiwań, ale nadal są to wartości poniżej granicy 50 pkt kolejny miesiąc z rzędu.

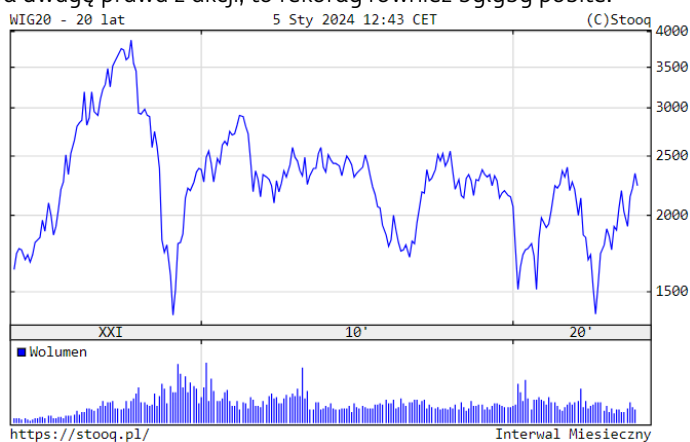
Wykres 7: Indeks PMI dla usług Strefy Euro od grudnia 2021 r. Źródło: www.macronext.pl

Wskaźnik Managerów Logistyki dla przemysłu strefy euro był w zasadzie zgodny z oczekiwaniami (44,4 pkt vs 44,2 pkt) i nadal pokazywał spadek aktywności sektora produkcyjnego w stosunku do miesiąca poprzedniego. Taki mix danych makroekonomicznych sprawił, że decydujący w Europie o polityce monetarnej zaczęli dostrzegać ryzyko zbyt dużego schłodzenia gospodarki. Inwestorzy z kolei zaczęli wyceniać brak podwyżek lub dywagować o pierwszych obniżkach. Apetyt na ryzyko wzrósł a ceny akcji poszybowały w górę. Jeśli gołębia retoryka zostanie utrzymana, to prawdopodobnie dobre nastroje na rynkach się utrzymają. Jednak należy się liczyć z ryzykiem korekty po tak dynamicznych wzrostach.



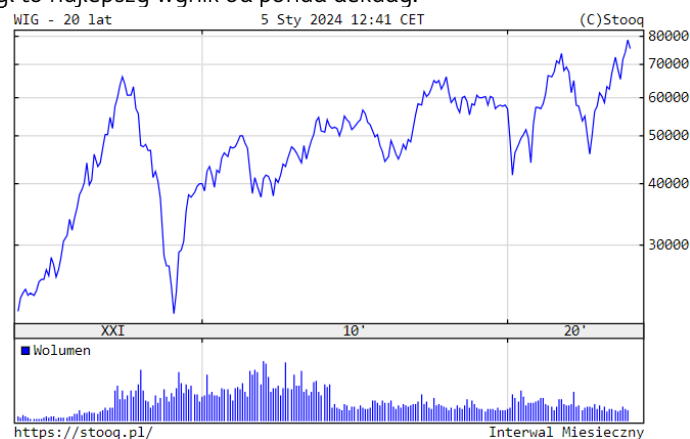
Polska

W ślad za światowymi rynkami polska giełda również dała zarobić inwestorom. WIG20 zyskał w grudniu 5,77% i był to trzeci miesiąc z rzędu rynku byka. Indeks dwudziestu największych spółek zamknął rok na ponad 30% plusie, ale do historycznych szczytów jeszcze daleko, ze względu na jego konstrukcję - jest to indeks cenowy. Gdyby jednak wziąć pod uwagę prawa z akcji, to rekordy również byłyby pobite.



Wykres 8: Notowania WIG20 na przestrzeni ostatnich 20 lat. Źródło: www.stooq.pl

Szeroki WIG osiągnął historyczne maksimum na poziomie 79548,69 pkt. W grudniu wzrósł o 5,65%, a w całym 2023 roku o 36,54%. Był to najlepszy wynik od ponad dekady.



Wykres 9: Notowania WIG na przestrzeni ostatnich 20 lat. Źródło: www.stooq.pl

Starsi inwestorzy z pewnością pamiętają 2003 rok, kiedy ten wskaźnik wzrósł o ponad 40% i był to dopiero początek hossy. Czy taka sytuacja może się powtórzyć? Niewątpliwym argumentem dla byków jest zmiana postrzegania naszych akcji przez inwestorów zagranicznych. Ponadto, pomimo wzrostów, wyceny względem innych rynków są relatywnie atrakcyjne. Dane makroekonomiczne również świadczą o miękkim lądowaniu krajowej gospodarki, a w najbliższych miesiącach analitycy ING oczekują wręcz odbicia.

PKB % (r/r)	4Q23F	1Q24F	2Q24F	2023F	2024F	2025F
Polska	1.80	2.1	3.50	0.40	2.50	3.50

Tabela 2: Prognoza PKB dla Polski na dzień 13 grudnia 2023r.. Źródło: [www. https://think.ing.com/forecasts/](https://think.ing.com/forecasts/)

Niniejsza publikacja została przygotowana przez Centrum Kompetencji Inwestycyjnych w ING Banku Śląskim S.A. wyłącznie w celach informacyjnych, bez uwzględnienia celów inwestycyjnych, sytuacji finansowej ani środków jakimi dysponuje odbiorca. Informacje zawarte w tej publikacji nie stanowią rekomendacji inwestycyjnej, ani porady inwestycyjnej, prawnej ani podatkowej, ani też oferty czy zachęty dotyczącej zakupu bądź sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. ING Bank Śląski S.A. dołożył należytej staranności aby zapewnić, że prezentowane informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak ING Bank Śląski S.A. i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność, ani wszelkie bezpośrednie i pośrednie szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji. O ile nie zastrzeżono inaczej, wszystkie opinie, prognozy i oszacowania należą do autora (autorów) oraz są aktualne w momencie publikacji i mogą ulec zmianie bez uprzedniej notyfikacji.

Rozpowszechnianie tej publikacji może być ograniczone przez prawo lub regulacje obowiązujące w różnych jurysdykcjach. Osoby, które znajdują się w jej posiadaniu powinny sprawdzić te regulacje i zastosować się do nich. Publikacja ta oraz zawarte w niej dane są chronione prawami autorskimi. Nie może być ona kopiowana, rozpowszechniana ani publikowana przez jakąkolwiek osobę w jakimkolwiek celu bez wyraźnej uprzedniej zgody ING Banku Śląskiego. Wszystkie prawa zastrzeżone. Działalność ING Banku Śląskiego S.A. (nr KRS 0000005459) jest nadzorowana przez Komisję Nadzoru Finansowego.



Musimy jednak pamiętać, że wyceny giełdowe dyskontują przyszłość, więc część pozytywnych informacji może być już po prostu „w cenach” akcji, a do kontynuacji wzrostów będzie potrzebne nowe „paliwo”. Bardzo ważny będzie również globalny apetyt na ryzyko. Bez niego trudno będzie utrzymać dobrą passę polskich akcji.

Obligacje

Ostatni miesiąc ubiegłego roku na amerykańskim rynku długu przyniósł dalszą kontynuację spadku rentowności (wzrostu cen) obligacji skarbowych. Temu ruchowi sprzyjały wypowiedzi niektórych członków Fedu, z których można było wnioskować, że cykl podwyżek stóp w USA jest już za nami, a pierwszej obniżki stóp można spodziewać się już w pierwszej połowie 2024 roku. W rezultacie krzywa rentowności 10-letnich obligacji skarbowych obniżyła się z 4,25% do 3,85%.

Mocne odbicie rentowności pojawiło się za to na przełomie nowego roku. Pretekstem do tego ruchu były najnowsze dane, które wskazują na bardzo dobrą sytuację na rynku pracy. Stopa bezrobocia, zamiast wzrosnąć, pozostała na niezmiennym poziomie — do tego wzrost nowych bezrobotnych okazał się mniejszy od oczekiwań. W rezultacie powróciły spekulacje odnośnie do tego, czy konieczne są obecne obniżki stóp. Wbrew tym spekulacjom rynkowym sytuacja na rynku długu wydaje się jednoznaczna. Inflacja wyraźnie hamuje i zmierza do docelowego poziomu Fed, co sugeruje obniżki stóp o 150 pb jeszcze w tym roku. Oznaczać to może dalsze obniżki rentowności (wzrost cen) obligacji skarbowych.



Wykres 10: Rentowność amerykańskich 10-letnich obligacji skarbowych na przestrzeni ostatnich 5 lat. Źródło: [www.stooq.pl](https://stooq.pl/)

W Europie sytuacja na rynku długu w dużej mierze zależała od tego, co obserwowaliśmy za oceanem. W rezultacie zachowanie rynku było podobne. Rentowność 10-letnich obligacji niemieckich na koniec roku mocno zanurkowała w okolice 1,8%. Dopiero końcówka roku przyniosła odbicie rentowności do 2,2%, co wydaje się tymczasowym odreagowaniem. Scenariusz bazowy zakłada bowiem powrót do spadku rentowności (wzrostu cen) obligacji skarbowych w obliczu oczekiwanego luzowania polityki monetarnej przez EBC. Ekonomici ING prognozują, że stopy w Eurolandzie spadną o 75 pb do końca 2024 roku. W takiej perspektywie krzywa rentowności powinna powrócić do spadku.





Wykres 11: Rentowność niemieckich 10-letnich obligacji skarbowych na przestrzeni ostatnich 5 lat. Źródło: [www.stooq.pl](https://stooq.pl/)

W Polsce wydarzeniem numer jeden było posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej, na którym zdecydowano utrzymać poziom stóp na poziomie 5,75%. Decyzja była zgodna z oczekiwaniami rynkowymi. Według ekonomistów ING pauza w obniżkach stóp może utrzymać się co najmniej do marca, kiedy pojawi się kolejna projekcja inflacji i PKB dla Polski. Natomiast scenariusz bazowy zakłada, że RPP może obniżyć stopy o 25-50 pb do końca 2024 roku. Ten scenariusz może sprzyjać dalszemu spadku rentowności (wzrostowi cen) obligacji skarbowych. Pretekstem do realizacji tego scenariusza może być przełamana linia wsparcia na poziomie 5,2%.



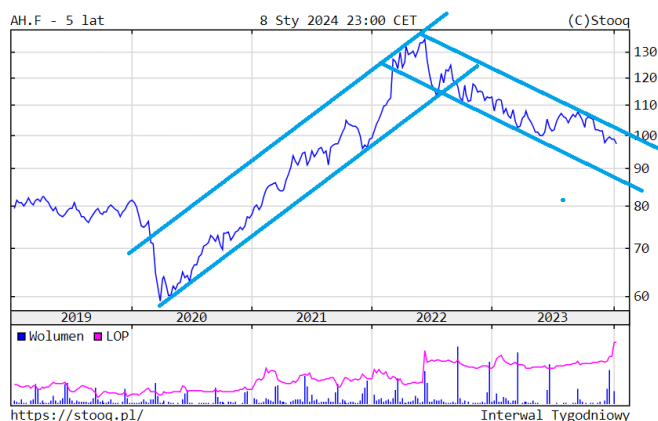
Wykres 12: Rentowność polskich 10-letnich obligacji skarbowych na przestrzeni ostatnich 5 lat. Źródło: [www.stooq.pl](https://stooq.pl/)

Surowce

Na rynku surowców również duża zmienność. Ostatnie tygodnie na globalnych rynkach towarowych upłynęły pod znakiem spadku cen surowców. Przecenie uległy surowce miękkie, zboża, surowce energetyczne (np. gaz -19%).

W rezultacie kolejny raz z rzędu główny indeks surowców testował poziom 100 USD i doszło do przełamania tego ważnego wsparcia. Pojawiło się więc ryzyko dalszego spadku notowań indeksu surowców do okolic 90 USD. Obciążeniem dla rynku surowców jest wciąż niepewna sytuacja w Chinach oraz słaba Europa na czele z Niemcami.



Wykres 13: Bloomberg Commodity Index na przestrzeni ostatnich 5 lat. Źródło: [www.stooq.pl](https://stooq.pl/)

Szczególną uwagę zyskało w ostatnim czasie złoto, które w trakcie miesiąca zdrożało 2,3%. Powodem jest amerykański dolar, który uległ silnej przecenie. Wszystko za sprawą dobrych informacji o inflacji, która spadła w USA do poziomu 3,1% i zbliżyła się do poziomu sprzed pandemii. Taka sytuacja może sugerować, że cykl podwyżek stóp procentowych w USA się zakończy. To z kolei oznacza, że kurs dolara będzie nadal spadał.

W praktyce rynek złota może mieć przed sobą dobre perspektywy, ponieważ równie szybko może poprawić się siła nabywczą konsumentów — a wraz z nią popyt na metale szlachetne. Z technicznego punktu widzenia uwagę skupia przełamany opór na wysokości 2000 USD. Otwiera to drogę do dalszego rajdu cen żółtego kruszcu do 2050 USD za uncję.

Wykres 14: Złoto na przestrzeni ostatnich 5 lat. Źródło: [www.stooq.pl](https://stooq.pl/)

Autorzy:

Krzysztof Orlik

Dyrektor Bankowości Prywatnej

krzysztof.orlik@ing.pl

Krzysztof Wańczyk

Ekspert, Tribe - Oszczędności i Inwestycje

krzysztof.wanczyk@ing.pl

Piotr Golański

Ekspert, CoE „Pomagam dbać o Finansową Przyszłość”

piotr.golanski@ing.pl

Niniejsza publikacja została przygotowana przez Centrum Kompetencji Inwestycyjnych w ING Banku Śląskim S.A. wyłącznie w celach informacyjnych, bez uwzględnienia celów inwestycyjnych, sytuacji finansowej ani środków jakimi dysponuje odbiorca. Informacje zawarte w tej publikacji nie stanowią rekomendacji inwestycyjnej, ani porady inwestycyjnej, prawnej ani podatkowej, ani też oferty czy zachęty dotyczącej zakupu bądź sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. ING Bank Śląski S.A. dołożył należytej staranności aby zapewnić, że prezentowane informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak ING Bank Śląski S.A. i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność, ani wszelkie bezpośrednie i pośrednie szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji. O ile nie zastrzeżono inaczej, wszystkie opinie, prognozy i oszacowania należą do autora (autorów) oraz są aktualne w momencie publikacji i mogą ulec zmianie bez uprzedniej notyfikacji.

Rozpowszechnianie tej publikacji może być ograniczone przez prawo lub regulacje obowiązujące w różnych jurysdykcjach. Osoby, które znajdują się w jej posiadaniu powinny sprawdzić te regulacje i zastosować się do nich. Publikacja ta oraz zawarte w niej dane są chronione prawami autorskimi. Nie może być ona kopiowana, rozpowszechniana ani publikowana przez jakąkolwiek osobę w jakimkolwiek celu bez wyraźnej uprzedniej zgody ING Banku Śląskiego. Wszystkie prawa zastrzeżone. Działalność ING Banku Śląskiego S.A. (nr KRS 0000005459) jest nadzorowana przez Komisję Nadzoru Finansowego.

