



KIERUNKOWSKAZ INWESTYCYJNY

Rynkowe trendy i komentarze naszych ekspertów do najważniejszych wydarzeń na rynku akcji i obligacji

1. kwartał 2024



19 019

koszt wg stawki operatora



www.credit-agricole.pl
Credit Agricole Bank Polska S.A.



Podsumowanie sytuacji rynkowej

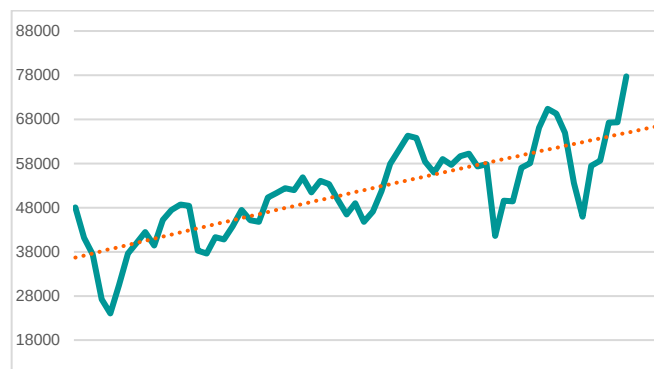
W czwartym kwartale 2023 roku najważniejszymi wydarzeniami na rynkach finansowych były zwycięstwo opozycji w wyborach parlamentarnych w Polsce i utworzenie przez nią rządu oraz wzrost oczekiwań na szybsze i większe obniżki stóp procentowych w USA w 2024 roku. Zwycięstwo opozycji istotnie zmieniło obraz polskiego rynku finansowego. Polski złoty w czwartym kwartale 2023 roku umocnił się prawie o 10% do dolara amerykańskiego, a giełda warszawska poszybowała w górę. Warszawski Indeks Giełdowy zyskał niemal 20% i był jednym z najsilniejszych indeksów na świecie. Rósł też WIG20, największy polski indeks zdominowany przez spółki z udziałem Skarbu Państwa. Hossę kontynuował też rynek obligacji. Wynik wyborów obniża ryzyko polityczne wśród inwestorów zagranicznych, ponieważ przybliża perspektywę uzyskania pieniędzy z Krajowego Planu Odbudowy i następuje proeuropejski zwrot w polskiej polityce zagranicznej.

Notowania		Cena	Zmiana %
Obligacje Polska	↑	1968	+ 2,64%
USD/PLN	↓	3,93	- 9,93%
WIG (Polska)	↑	78 460	+ 19,97%
DAX	↑	16 752	+ 8,88%
S&P500	↑	4 770	+ 11,24%
HANG SENG	↓	17 047	- 4,28%
NASDAQ	↑	15 011	+13,56%
Ropa Brent	↓	76,3	- 17,47%
Złoto	↑	2062	+11,64%

Zmiana procentowa dotyczy 4 kwartału 2023 r (zmiana od 29 września 2023 roku do 29 grudnia 2023 roku). Obligacje Polska - Indeks Treasury Bond Spot w punktach, USD/PLN - kurs dolara amerykańskiego do polskiego złotego, WIG - Warszawski Indeks Giełdowy, DAX - indeks giełdy niemieckiej, S&P500- indeks giełdy amerykańskiej, NASDAQ - indeks amerykański spółek sektora technologicznego, HANG SENG - indeks giełdy chińskiej (źródło: stooq.com), Ropa Brent - cena w dolarach amerykańskich, Złoto - cena w dolarach amerykańskich za uncję (źródło: tradingeconomics.com).

Polskim aktywom finansowym pomagały też rynki globalne. W czwartym kwartale 2023 roku wzrosły oczekiwania, że Rezerwa Federalna w USA w 2024 roku rozpocznie cykl obniżek stóp procentowych. Z miesiąca na miesiąc rosną oczekiwania na szybsze obniżki i na większą skalę. Inwestorzy wierzą, że inflacja utrzyma się na niskim poziomie, a FED będzie wspierał swoją polityką scenariusz „miękkiego lądowania” gospodarki amerykańskiej. W rezultacie w czwartym

kwartale 2023 roku odnotowaliśmy silny spadek rentowności obligacji amerykańskich na całej długości krzywej dochodowości i dolara amerykańskiego. Niższe rentowności pomagały rynkom akcji, szczególnie akcjom rynków wschodzących i rozwijających się. Takie otoczenie na rynkach finansowych wspiera również rynek złota, które notuje historyczne maksima. Warto również zwrócić uwagę na siłę indeksu amerykańskich spółek technologicznych Nasdaq, który wzrósł w czwartym kwartale 2023 roku o 13,56%. Hossa na rynku akcji w 2023 roku zaprowadziła główne indeksy światowe powyżej ich długoterminowych średnich, co w naturalny sposób generuje ryzyko korekty spadkowej. W perspektywie dwunastu miesięcy podtrzymujemy umiarkowanie pozytywne nastawienie do rynków akcji. Obecna faza cyklu koniunkturalnego wciąż sprzyja inwestowaniu w akcje, a wyceny akcji mierzone wyprzedzającym wskaźnikiem cena do zysku na akcję nie wskazują jeszcze na przewartościowanie rynków akcji. W 2024 roku trudno będzie powtórzyć stopy zwrotu z 2023 roku, a rynkom akcji towarzyszyć będzie podwyższona zmienność. Zmienia się też liderzy wzrostów.



Warszawski Indeks Giełdowy na tle długookresowej średniej w okresie od marca 2008 roku do grudnia 2023 roku. Opracowanie własne. Źródło notowań do wykresu stooq.com - dane miesięczne.

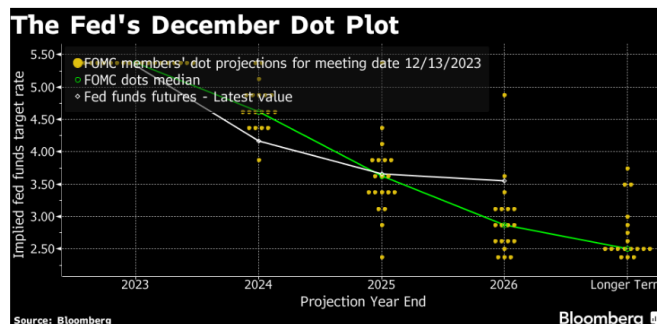
W segmencie długu utrzymujemy umiarkowanie pozytywne nastawienie do obligacji o stałych kuponach w kraju i zagranicą oraz obniżamy nastawienie do rynku pieniężnego z pozytywnego na umiarkowanie pozytywne. Spadek inflacji, stóp procentowych i wzrost oczekiwań na kontynuację obniżek stóp procentowych obniżył atrakcyjność instrumentów rynku pieniężnego. Jednocześnie uwzględniamy w prognozach, że obligacje o dłuższych terminach do wykupu mają większą wrażliwość zmiany ceny na spadek stóp procentowych.



Decyzje banków centralnych

Rada Polityki Pieniężnej (RPP) w listopadzie i grudniu nie zmieniła stóp procentowych i utrzymuje stopę referencyjną na poziomie 5,75%. RPP argumentuje decyzję niepewnością co do kształtu przyszłej polityki fiskalnej i regulacyjnej oraz jej wpływu na inflację, a także dokonane w poprzednich miesiącach dostosowanie stóp procentowych NBP. Rynek oczekuje, że w 2024 roku w Polsce stopy procentowe zostaną obniżone dwukrotnie o łącznej skali 50 punktów bazowych. Warto zaznaczyć, że nowy rząd utrzymał zamrożenie cen nośników energii oraz zerowy VAT na żywność do końca czerwca 2024 roku. Może to spowodować niższą inflację w pierwszej połowie 2024 roku i wyższą w drugiej połowie 2024 roku. W takim scenariuszu inflacyjnym nie można wykluczyć obniżki stóp procentowych o 0,25% już w pierwszym kwartale 2024 roku.

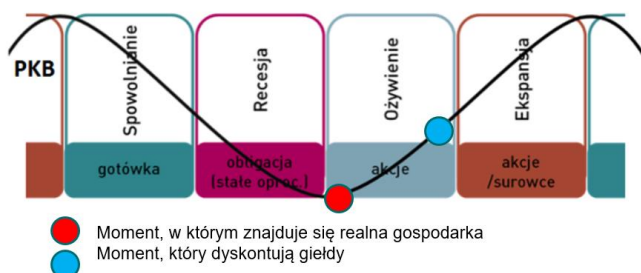
Na grudniowym posiedzeniu amerykański FED nie zmienił stóp procentowych, ale był bardziej gołębi. Na wykresie kropkowym prezentujemy medianę prognoz na 2024 rok, która została obniżona do przedziału 4,50-4,75% z 5,00-5,25% we wrześniu. Kropki przesunęły się w dół o 0,25% także na koniec 2025 roku. Innymi słowy rynek oczekuje trzech obniżek stóp procentowych w USA w 2024 roku o łącznej skali 0,75%.



Wykres kropkowy rozkładu oczekiwań członków FED odnośnie przyszłego poziomu stóp procentowych w USA po grudniowym posiedzeniu. Linia zieloną oznaczono medianę oczekiwań, źródło: stooq.com

EBC na grudniowym posiedzeniu pozostawił stopy procentowe bez zmian. Obecnie główna stopa procentowa wynosi 4,50% a depozytowa 4%. W warunkach spadku inflacji nasiliły się oczekiwania na łagodzenie polityki pieniężnej. CABP prognozuje, że cykl obniżek stóp w strefie euro rozpocznie się w trzecim kwartale 2024 roku, a łączna skala obniżek w 2024 roku wyniesie 0,75%.

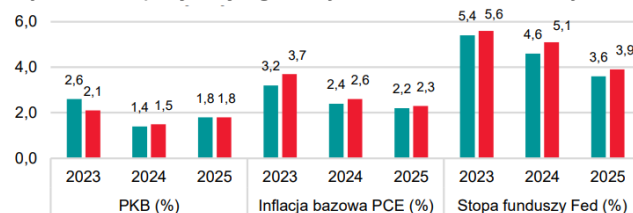
Cykl koniunkturalny



Źródło: oznaczenie faz cyklu - Credit Agricole, grafika: analizy.pl

Czerwoną kropką oznaczyliśmy punkt, w którym obecnie w naszej ocenie znajduje się gospodarka światowa. Jest to ostatnia faza spadku tempa wzrostu gospodarczego, której towarzyszy spadająca inflacja. Kolorem niebieskim oznaczyliśmy punkt, który w naszej ocenie obecnie dyskontują rynki akcji. Zgodnie z prognozami dotyczącymi tempa wzrostu gospodarczego w 2024 roku główne gospodarki zakończą fazę spowolnienia gospodarczego i wejdą na ścieżkę wzrostu gospodarczego. Potwierdzają to

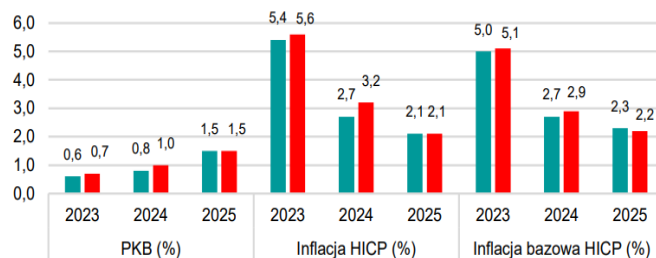
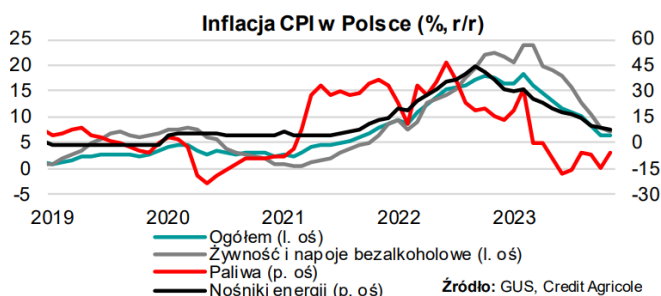
wskaźniki wyprzedzające i zaprezentowane na wykresach projekcje głównych banków centralnych.



Źródło: FOMC, Credit Agricole
Projekcje ekonomiczne FOMC, źródło: Makromapa, 18.12.2023

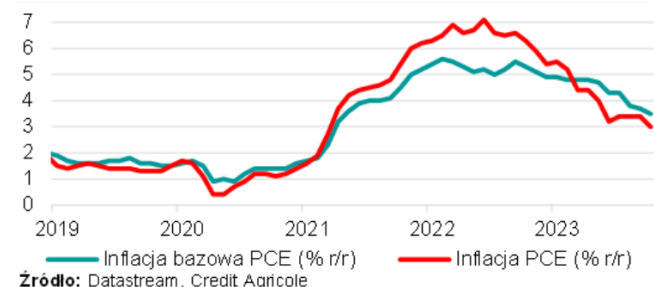
Dno cyklu koniunkturalnego w Polsce przypadło wcześniej, bo już w drugim kwartale 2023 roku, a od trzeciego kwartału 2023 roku gospodarka wchodzi na ścieżkę wzrostu gospodarczego wspieranego w pierwszej fazie konsumpcją i odbudową zapasów.

Prognozy inflacji zakładają utrzymanie podwyższonej inflacji powyżej celu inflacyjnego i 2024 roku i stopniowy jest spadek, w kierunku celu inflacyjnego.



Czynniki polityczne

W październiku w Polsce odbyły się wybory parlamentarne, które wygrała opozycja i utworzyła nowy rząd. Tym samym ryzyko polityczne w Polsce obniżyło się. Nowy rząd przejmuje po PIS wysoki deficyt budżetowy i jeszcze go zwiększa w celu realizacji obietnic wyborczych. Większe potrzeby pożyczkowe w 2024 roku mogą wywierać presję na wzrost rentowności na długim końcu krzywej dochodowości. Nadal istotnym czynnikiem politycznym pozostaje wojna w Ukrainie i bliskość geograficzna Polski do konfliktu wojennego. Do czynników politycznych dochodzi konflikt na linii Izrael – Hamas. Finansowanie konfliktów zbrojnych przez kraje rozwinięte wywiera presję na wzrost wydatków na zbrojenia, które finansowane są z pieniędzy rządowych. Amerykański Kongres jest coraz bardziej niechętny do zwiększania kwot na wydatki zbrojeniowe.



Inflacja PCE w USA źródło: Credit Agricole, Makromapa, 18.12.2023

W tej fazie cyklu koniunkturalnego najbardziej preferowaną klasą aktywów są akcje, choć zostało to już w znacznej części zdyskontowane przez wyceny akcji. Wciąż atrakcyjne są obligacje o stałym dochodzie, których ceny rosną w ślad za oczekiwaniami dotyczącymi obniżek stóp procentowych i spadkiem rentowności. W segmencie obligacji preferencje przesuwają się na długi koniec krzywej dochodowości, który ma większą wrażliwość cenową na spadek stóp procentowych.

Nastawienie do klas aktywów w horyzoncie 12 miesięcznym

	Bardzo negatywne	Negatywne	Umiarkowanie negatywne	Neutralne	Umiarkowanie pozytywne	Pozytywne	Bardzo pozytywne
Akcje krajów rozwiniętych					● ●		
Akcje krajów rozwijających się					● ●		
Obligacje stałokuponowe Polska					● ●		
Obligacje stałokuponowe zagranica					● ●		
Rynek pieniężny					●	●	

● Obecne nastawienie do klas aktywów ● Nastawienie do klas aktywów w poprzedniej rekomendacji

Źródło: opracowanie własne



Zmieniamy nastawienie do rynku pieniężnego z pozytywnego na umiarkowanie pozytywne. Obniżka stóp procentowych w Polsce o 1%, wzrost oczekiwań na tempo i skalę obniżek stóp procentowych w USA i w strefie euro spowodowały spadek atrakcyjności tego segmentu rynku. Od końca października do końca grudnia rentowność amerykańskich obligacji dziesięcioletnich spadła z 5% do 3,81%, a obligacji rocznych z 5,50% do 4,80%. W warunkach oczekiwania na spadek stóp procentowych większym spadkiem rentowności i większym wzrostem cen wykazują się obligacje o dłuższych terminach zapadalności. Dlatego decydujemy się na wyrównanie nastawienia do obu segmentów rynku długu.



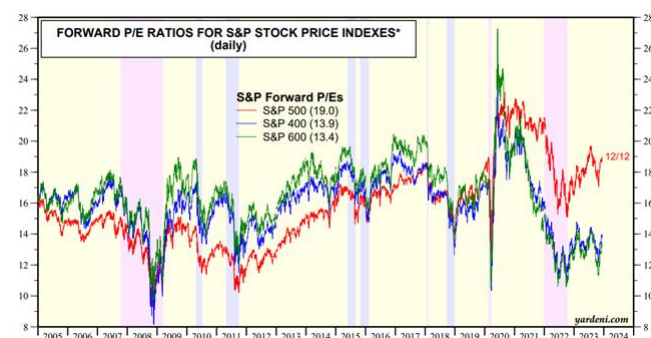
Rentowność amerykańskich obligacji dziesięcioletnich o stałych kuponach na dzień 28 grudnia 2023 roku. Źródło: tradingeconomics.com

Utrzymujemy umiarkowanie pozytywne nastawienie do segmentu obligacji o stałych kuponach w kraju i zagranicą. Środowisko obniżek stóp procentowych w Polsce sprzyja wzrostom cen obligacji o stałych dochodach. Wraz ze spadkiem stóp procentowych i wzrostem oczekiwań na dalszy spadek stóp procentowych rentowności obligacji spadają, a tym samym ich ceny rosną. Na rynkach rozwiniętych cykl podwyżek stóp procentowych dobiegł końca. Przed nami cykl obniżek stóp procentowych.

Utrzymujemy umiarkowanie pozytywne nastawienie do rynków akcji krajów rozwiniętych i rozwijających się.

Rynki akcji w 2023 roku znajdowały się w silnych trendach wzrostowych i osiągnęły wyceny znacznie powyżej długoterminowej średniej, co generuje ryzyko głębszej korekty spadkowej. Mimo to utrzymujemy nasze dotychczasowe umiarkowanie pozytywne nastawienie w horyzoncie kolejnych 12 miesięcy. Prognozy makroekonomiczne potwierdzają, że w 2024 roku gospodarka powróci na ścieżkę wzrostu gospodarczego, czemu będzie towarzyszyć spadek inflacji i stóp procentowych. To środowisko sprzyjające do inwestowania w rynki akcji.

Wyceny akcji mierzone wyprzedzającym wskaźnikiem cena do zysku na akcję pokazują, że akcje nie są jeszcze przewartościowane względem długoterminowej średniej. Niektórzy komentatorzy wskazują na przewartościowanie rynku amerykańskiego, gdzie wyprzedzający wskaźnik cena do zysku dla szerokiego indeksu S&P500 wynosi 19. To poziom wyższy od długoterminowej średniej. Warto zwrócić uwagę, że jest to zasługa wysokiego wskaźnika cena do zysku dla dużych spółek technologicznych, które mają dużą wagę w indeksie S&P500. Wskaźnik wyprzedzający dla małych i średnich spółek w USA oscyluje w granicach 14, co nie jest poziomem wskazującym na przewartościowanie szerokiego rynku amerykańskiego.



Wyprzedzające wskaźniki cena do zysku na akcje dla indeksów S&P400, S&P500, S&P600, źródło: yardeni.com, 13.12.2023 rok.



Autorzy raportu



Mirosław Skiba

- ▶ dyrektor ds. doradztwa inwestycyjnego i produktów inwestycyjnych z prawie 20-letnim doświadczeniem
- ▶ ekspert w obszarze analizy ilościowej rynków finansowych i budowy portfeli inwestycyjnych
- ▶ ma licencję KNF maklera z uprawnieniami do doradztwa inwestycyjnego



Jacek Stapała

- ▶ ekspert rynków finansowych z 25-letnim doświadczeniem
- ▶ doktor nauk ekonomicznych ze specjalizacją diagnozowania i prognozowania koniunktury gospodarczej i giełdowej
- ▶ ma licencję KNF maklera z uprawnieniami do doradztwa inwestycyjnego



Tomasz Bilski

- ▶ ekspert rynków finansowych z prawie 30-letnim doświadczeniem
- ▶ wykładowca Szkoły Giełdowej organizowanej przez GPW w Warszawie
- ▶ wieloletni uczestnik Komitetu Inwestycyjnego

Informacje prawne

Materiał został przygotowany przez Credit Agricole Bank Polska S.A. z siedzibą we Wrocławiu, ul. Legnicka 48 bud. C-D (dalej „Bank”) C-D wpisana do Krajowego Rejestru Sądowego – Rejestru Przedsiębiorców pod numerem KRS: 0000039887, Sąd rejestrowy: Sąd Rejonowy dla Wrocławia – Fabryczna, VI Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, Kapitał zakładowy: 1.023.607.600 zł w całości wpłacony, NIP 657-008-22-74, Regon: 290513140.

Materiał ma charakter wyłącznie informacyjny oraz reklamowy i nie powinien być wyłączną podstawą podejmowania decyzji inwestycyjnych. Materiał nie stanowi umowy ani oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, jak również nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego oraz udzielania rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych lub ich emitentów w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Usługa doradztwa inwestycyjnego jest świadczona na podstawie odrębnej umowy o świadczenie usługi doradztwa inwestycyjnego.

Materiał ten nie stanowi też analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Informacje w materiale nie uwzględniają indywidualnej sytuacji klienta. Materiał ten nie powinien stanowić jedynego źródła podjęcia decyzji inwestycyjnej przez Klienta.

Bank zwraca uwagę, że inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub nawet całości zainwestowanych środków.

Treść materiału wyraża wiedzę oraz poglądy autorów według stanu na dzień sporządzenia. Materiał został sporządzony z należytą starannością, przy zachowaniu zasad metodologicznej poprawności, na podstawie ogólnodostępnych informacji i metod analitycznych, uznanych przez Bank za wiarygodne.

Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale.

Informacje zawarte w materiale mogą być wykorzystywane wyłącznie dla własnych potrzeb i nie mogą być kopiowane w jakiegokolwiek formie ani przekazywane osobom trzecim.

Organem sprawującym nadzór nad działalnością Credit Agricole Bank Polska Spółka Akcyjna jest Komisja Nadzoru Finansowego (Piękna 20, 00-549 Warszawa).

Credit Agricole Bank Polska Spółka Akcyjna posiada zezwolenie na prowadzenie działalności bankowej oraz działalności maklerskiej w zakresie świadczenia usługi przyjmowania i przekazywania zleceń i usługi doradztwa inwestycyjnego.