

# Outlook 2024

Millennium  
fundusze inwestycyjne

Prognozy Millennium TFI na I kwartał 2024 r.



# Szanowni Państwo,

O ile 2022 rok żegnaliśmy z ulgą, tak 2023 rok w końcu wynagrodził cierpliwość inwestorów. Prognozowana na pierwsze półrocze recesja w gospodarce, w połączeniu z wysokimi stopami procentowymi, nie nadeszła. Co więcej, gospodarka globalna (z pewnymi wyjątkami) okazała się zadziwiająco odporna. Choć widać mniejszą aktywność w sektorze usługowym, czy przemysłowym, to rynek pracy, a wraz z nim sektor konsumencki, wciąż pozostają mocne. Zdaje się również, że główni rozgrywający w globalnej ekonomii – banki centralne – całkiem dobrze poradziły sobie z problemem inflacji: 2023 rok kończymy na poziomach zdecydowanie niższych, niż rok temu, jednak dalsza czujność ze strony regulatorów wciąż jest wskazana.

Po niemal 3 latach z rządu rynek obligacji ponownie odżył za sprawą łagodzenia postawy Fed i EBC. Brak podwyżek stóp procentowych w IV kwartale został zinterpretowany przez inwestorów jako faktyczny koniec najbardziej dynamicznego cyklu zacieśniania polityki monetarnej, co zaowocowało niemal euforycznym wzrostem cen obligacji pod koniec roku. Jednak na prawdziwe inwestycyjne żniwa mogli liczyć Ci, którzy cierpliwie budowali ekspozycję na akcjach, mimo powakacyjnej korekty. Wysoko dwucyfrowe stopy zwrotu z indeksów akcji w USA, Europie czy Polsce pozwoliły zrekomensować lub pokryć z nawiązką wyniki z 2022 roku.

Nie da się jednak nie zauważyć, że globalna gospodarka, niczym orkiestra, uległa pewnemu rozstrojeniu. O ile w USA znajduje się ona w spowolnieniu i prawdopodobnie nie czekają jej większe problemy, o tyle w Europie sytuacja sugeruje scenariusz recesyjny. Jeszcze inny krajobraz rysuje się w Chinach, gdzie po post-pandemicznym otwarciu działania rządu nie przynoszą rezultatu, sektor nieruchomości jest w dużych tarapatach, a ceny producentów ocierają się wręcz od deflacji. Co więcej, nierównowagi te mogą potencjalnie narastać wobec napięć geopolitycznych, procesów deglobalizacyjnych czy wyścigu po nowe technologie oparte na sztucznej inteligencji. Oczywiście to wspomniane wyżej rozstrojenie to też szansa na nowe i ciekawe okazje inwestycyjne.

Czy zatem optymistyczne nastroje na rynkach kapitałowych będą w stanie obronić się przed gospodarczą rzeczywistością i czyhającymi zagrożeniami, a może już dyskontują przyszłe ożywienie? Czy główne banki centralne spełnią oczekiwania rynku co do łagodzenia polityki monetarnej? Jakie potencjalne scenariusze makroekonomiczne należy brać pod uwagę zarówno w I kwartale 2024, jak i w kolejnych miesiącach?

Na to i inne pytanie znajdziecie Państwo odpowiedź w najnowszym Outlooku Rynkowym Millennium TFI. Stanowi on swoisty przewodnik, będący aktualizacją i weryfikacją naszych założeń strategicznych po zakończonym 2023 roku, wraz z prezentacją naszych potencjalnych kierunkowych działań na najbliższy kwartał i próbą zarysowania kontekstu rynkowego na 2024 rok. W materiale tym spróbujemy określić szanse i zagrożenia dla głównych klas aktywów, będących w spektrum zainteresowania Millennium TFI, w ramach zarządzanych przez nas funduszy inwestycyjnych.

Zapraszamy do lektury!



**Piotr Siegieda, MPW,**  
Dyrektor ds. Komunikacji  
Inwestycyjnej



**Michał Trojanowski, EFA,**  
Dyrektor ds. Komunikacji  
Inwestycyjnej



**Krzysztof Kamiński, CFA, DI**  
Członek Zarządu



# Spis treści

Makroekonomia

Rozstrojona orkiestra

4

Rynki obligacji

Potencjalna nagroda dla cierpliwych

9

Rynki akcji

Możliwa zadyszka po silnym rajdzie

13

Podsumowanie i wyzwania na I kw. 2024 r.

25

# Makroekonomia

## Rozstrojona orkiestra

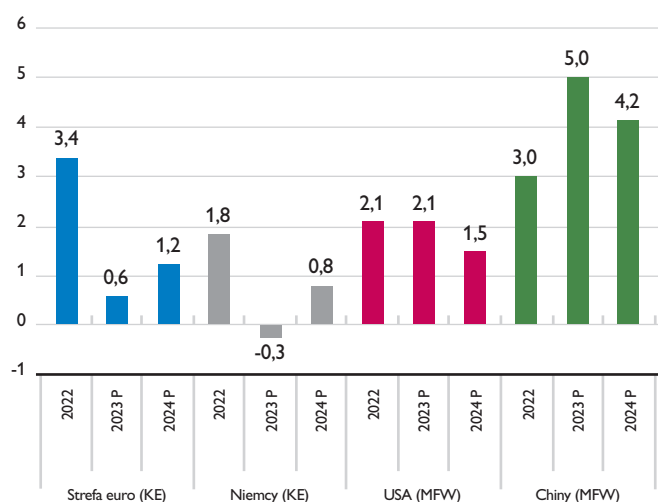
Wchodząc w 2024 rok należy zauważyć, że mimo restrykcyjnej i bezprecedensowej polityki monetarnej, gospodarki rynków rozwiniętych wykazały się wyjątkową odpornością.

Zadziwiające, jak często w 2023 roku zmieniały się prognozy i oczekiwania co do kondycji rynków i gospodarki. Jeszcze w styczniu królowała opinia, iż globalną ekonomię czeka stagflacyjny scenariusz na wzór lat 70-tych w USA, a więc kombinacja śladowego wzrostu gospodarczego lub wręcz recesji i wysokiej inflacji. Narracja ta oczywiście wynikała z silnie podnoszonych przez banki centralne stóp procentowych w walce z inflacją. Narracja ta oczywiście wynikała z silnie podnoszonych przez banki centralne stóp procentowych w walce z inflacją. Na początku wakacji nastroje wyglądały zupełnie odmiennie. Walka z inflacją zaczęła przynosić sukcesy. Nawet analitycy, postrzegani jako najwięksi pesymiści, publikowali wówczas przeprosiny za nietrafione prognozy na łamach branżowych czasopism i serwisów internetowych. Wraz z jesienną korektą z kolei, słabnąca aktywność w gospodarce została oficjalnie dostrzeżona przez największe banki centralne, które w swoich komunikatach wyrażały dużą troskę o to, by dalsza polityka monetarna nie nasiliła tendencji recesyjnych. Historycznie bowiem, okresy silnych wzrostów stóp procentowych poprzedzały recesję.

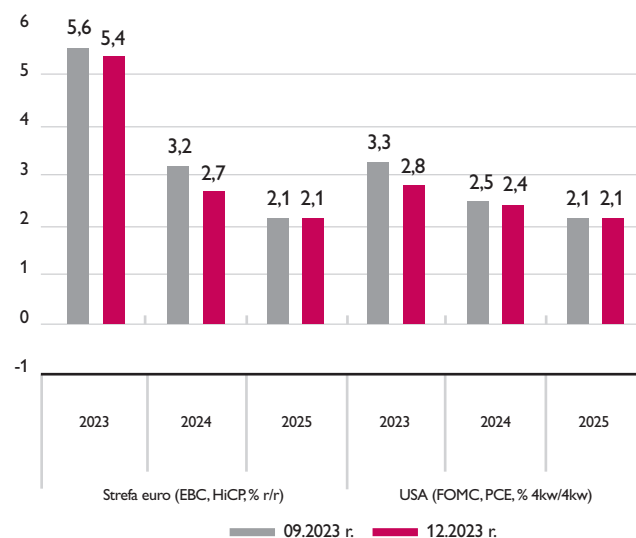
Wchodząc w 2024 rok należy zauważyć, że mimo restrykcyjnej i bezprecedensowej polityki monetarnej, gospodarki rynków rozwiniętych wykazały się wyjątkową odpornością – szczególnie w kontekście rynku pracy. Choć bezrobocie zaczęło nieznacznie wzrastać, mocny sektor konsumencki stanowił główny motor napędowy zarówno w USA jak i Strefie Euro. Sytuacja makroekonomiczna przypomina jednak wspomnianą w tytule rozstrojoną orkiestrę. Dlaczego? Ponieważ poszczególne obszary znajdują się w zupełnie innym miejscu cyklu koniunkturalnego. Na przykład w USA mamy do czynienia ze słabnącym, ale wciąż dodatnim wzrostem gospodarczym. W Strefie Euro niektóre gospodarki wpadły w recesję, szczególnie w sektorze przemysłowym. Nawet na Dalekim Wschodzie rolę lidera wzrostu od Chin przejęły Indie. Również z poziomu publikowanych odczytów PKB i rewidowanych prognoz na 2024 rok, scenariusz tzw. „miękkiego lądowania” (nawet silnego, ale jedynie spowolnienia) jest najbardziej prawdopodobny w USA, podczas gdy najprawdopodobniej Strefa Euro otrze się o recesję.

### Odczyty oraz prognozy PKB i inflacji dla poszczególnych gospodarek

Prognozy PKB

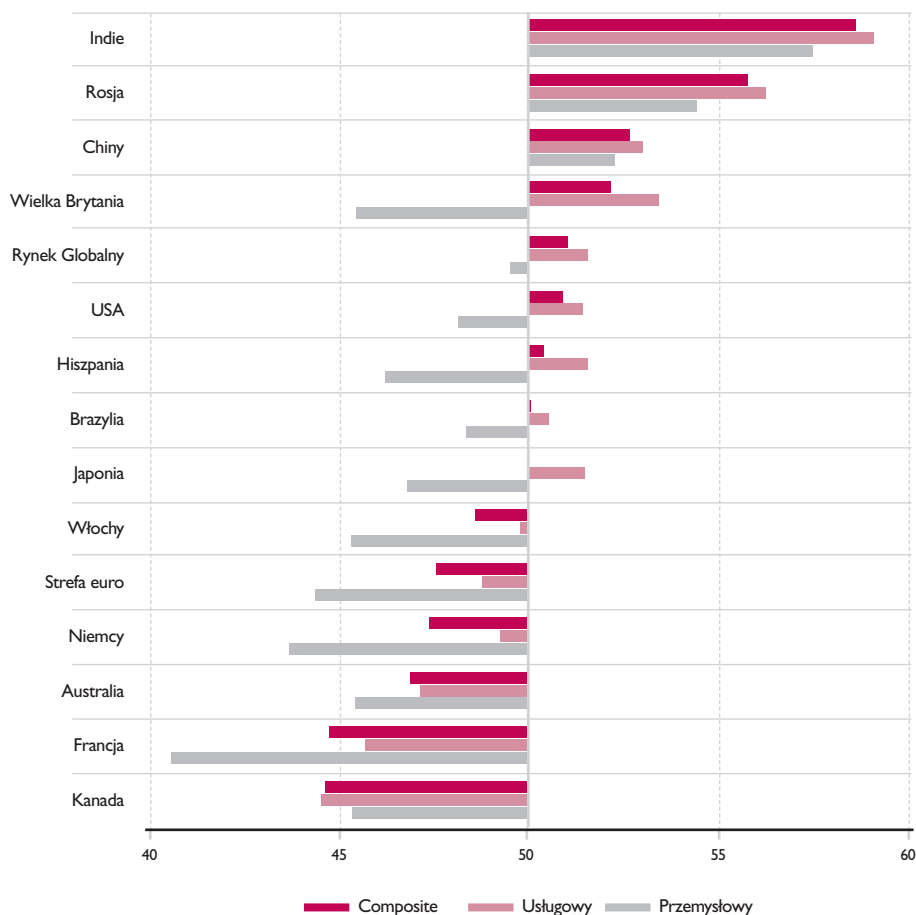


Prognozy inflacji



Źródło: Bank Millennium

### Odczyty wskaźników PMI dla poszczególnych gospodarek



Widać zdecydowany dysonans między kondycją przemysłu (efekt deglobalizacji i polaryzacji geopolitycznej) i usług.

To rozregulowanie poszczególnych rynków widać również na poziomie wskaźników wyprzedzających, jak Purchase Managers' Index (PMI), obrazujący przyszłą koniunkturę. Po pierwsze, widać zdecydowany dysonans między kondycją przemysłu (efekt deglobalizacji i polaryzacji geopolitycznej) i usług (odczyty powyżej 50 pkt. za sprawą mocnego wciąż sektora konsumenckiego, mimo wysokich stóp procentowych). Po drugie, widać wyraźnie

dysharmonię geograficzną, gdzie zwyczajowo dość monolityczne Rynki Rozwinięte (np. USA i Strefa Euro) są w zupełnie innym miejscu cyklu koniunkturalnego. Jako na ciekawostkę, warto spojrzeć na Rosję, której odczyty są pozornie pozytywne – jest to efekt fatalnych odczytów po wybuchu wojny w Ukrainie, a ponadto przemysł napędzany jest przez sektor zbrojeniowy, który jednak nie tworzy wartości dodanej dla całej gospodarki.

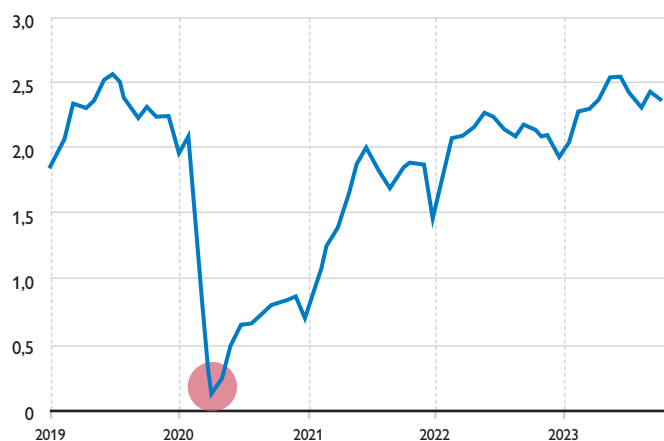


Traktując kondycję amerykańskiej gospodarki jako swoisty „papierek lakmusowy” dla całego świata, można zapytać, dlaczego ma ona szansę uniknąć twardej recesji? Otóż prawdopodobnie mamy tu do czynienia z tzw. zjawiskiem „recesji kroczącej” (*ang. rolling recession*).

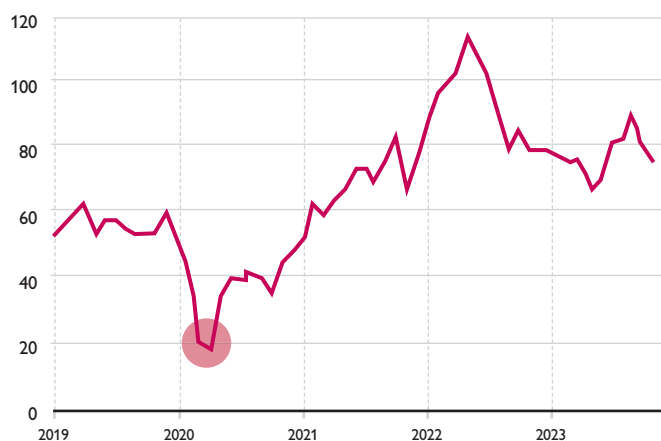
Polega ona na tym, że zamiast jednej, twardej recesji, pogorszeniu ulegają przejściowo poszczególne sektory. W rzeczywistości można założyć hipotezę, że od 2020 roku (wybuch pandemii) mieliśmy już do czynienia z mini-recesjami w kilku branżach:

### Schemat „mini-recesji” w poszczególnych sektorach amerykańskiej gospodarki w latach 2020-2023

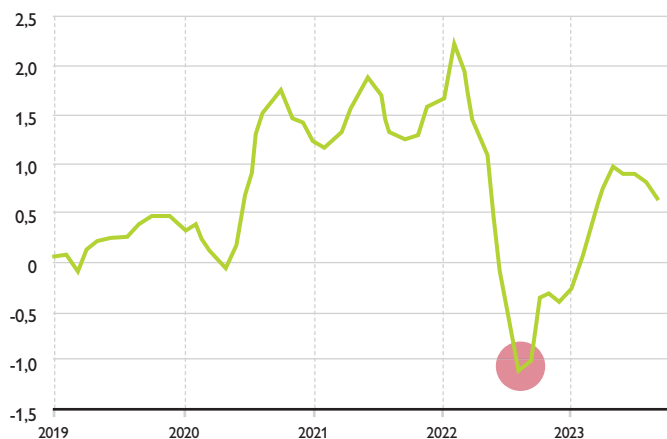
**Turystyczny** – Podróżujący przez punkty kontrolne TSA (w milionach)



**Naftowy** – Cena ropy WTI (USD za baryłkę)



**Nieruchomości** – S&P CoreLogic Case-Schiller 20-City Composite Home Price index (zmiana miesiąc do miesiąca w %)



**Technologiczny** – PHLX Semiconductor Index skumulowany zwrot (%)



Źródło: Capital Group

### Stopy procentowe – „wyżej na dłużej” czy „szybciej i niżej”?

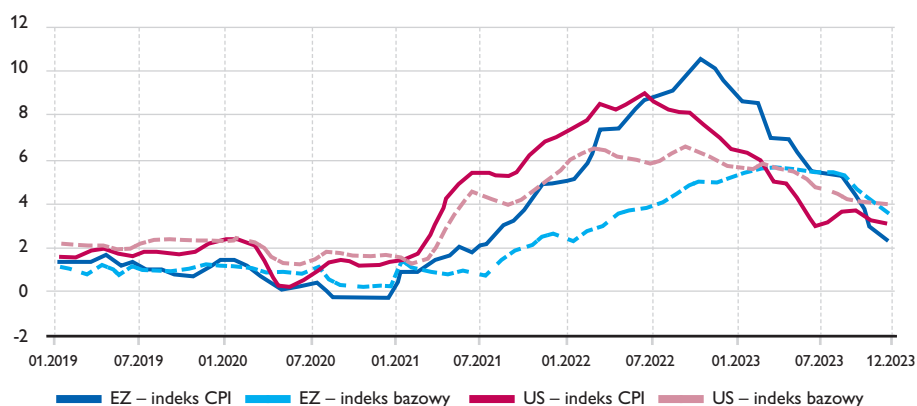
U źródła wszelkich rozważań odnośnie koniunktury w gospodarce, należy przyrzeć się potencjalnym działaniom banków centralnych w ramach polityki monetarnej i w kontekście walki z wysoką inflacją. U progu 2024 roku można powiedzieć, że walka ta jest w dużej mierze wygrana. W USA inflacja konsumencka CPI w ciągu ostatnich 18 miesięcy spadła ze szczytowych 9,1%

do 3,1%, a w Strefie Euro z zeszłojesiennych 10,6% do 2,9%. Do celu inflacyjnego (2%) brakuje już niewiele, jednak z pewnością banki centralne pozostaną czujne i zdeterminowane, by nie dopuścić do drugiej fali inflacji. O ile mantrą w 2023 roku okazała się fraza „stopy procentowe wyżej na dłużej”, najprawdopodobniej w 2024 roku zobaczymy długo wyczekiwane obniżki stóp procentowych. Sugerują to wypowiedzi członków Fed i EBC.

W ostatnich tygodniach 2023 r. oczekiwania rynkowe co do ścieżki obniżek stóp procen-

Mimo postępującej desynchronizacji poszczególnych rynków, spodziewamy się kontynuacji procesów dezinflacyjnych.

### Ścieżka inflacji konsumenckiej i bazowej dla USA i Strefy Euro

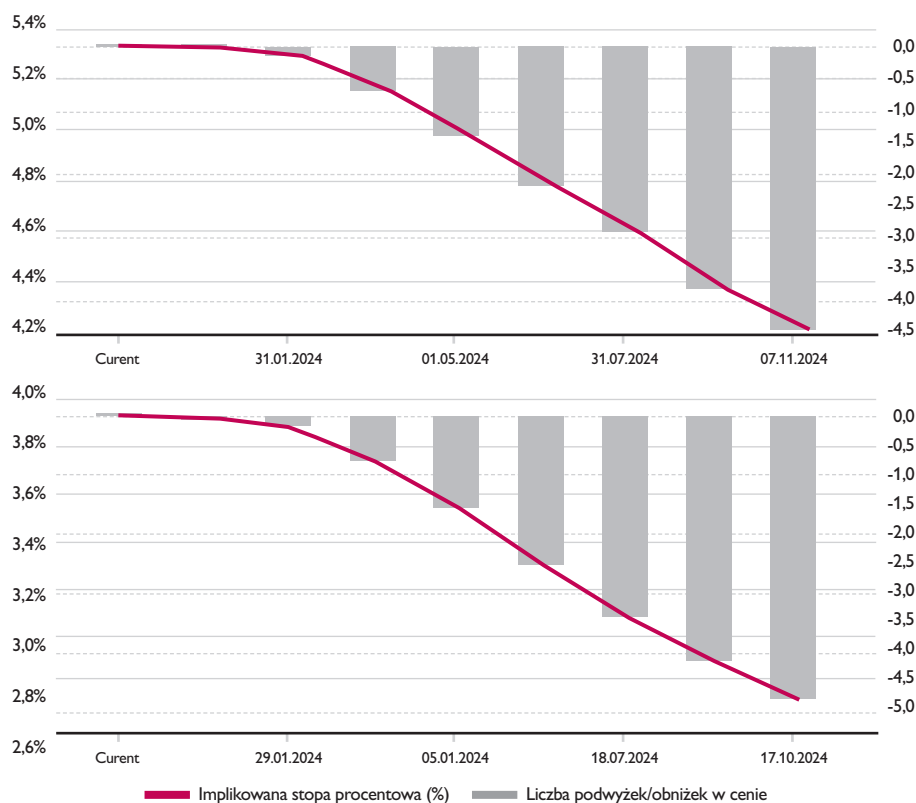


Źródło: Bank Millennium

towych nasiliły się. Po grudniowym posiedzeniu Fed, rynki kontraktów terminowych wyceniają pierwszą obniżkę już w marcu, a do końca 2024 r. główna stopa procentowa ma obniżyć się z obecnego przedziału 5,25-5,50% o 150 pkt baz., tj. do 4,00-4,25%. W przypadku EBC rynki finansowe oczekują cięcia stóp w marcu lub w kwietniu 2024 r., a łączna skala obniżek do końca roku jest zbliżona do tej wycenianej dla Rezerwy Federalnej, czyli stopa depozytowa miałaby obniżyć się z 4,00% do ok. 2,25-2,50%.

Mimo postępującej desynchronizacji poszczególnych rynków, spodziewamy się kontynuacji procesów dezinflacyjnych, jednak bez wyraźnego nasilenia tej dynamiki czy poprawy wzrostu gospodarczego w pierwszym kwartale 2024 roku. Główne czynniki ryzyka od strony makroekonomicznej upatrujemy w nasileniu niekorzystnych informacji na tle geopolitycznym (napięcia na linii Chiny-USA, Chiny-Tajwan, impas w konflikcie w Ukrainie i na Bliskim Wschodzie), choć traktujemy je jako przejściowe.

### Implikowana ścieżka obniżek stóp procentowych w USA (górny wykres) i Strefie Euro (dolny wykres)



Źródło: Bloomberg



Wydaje się, że dołek koniunkturalny mamy za sobą i PKB w 2024 r. przyspieszy.

## Sytuacja makroekonomiczna w Polsce

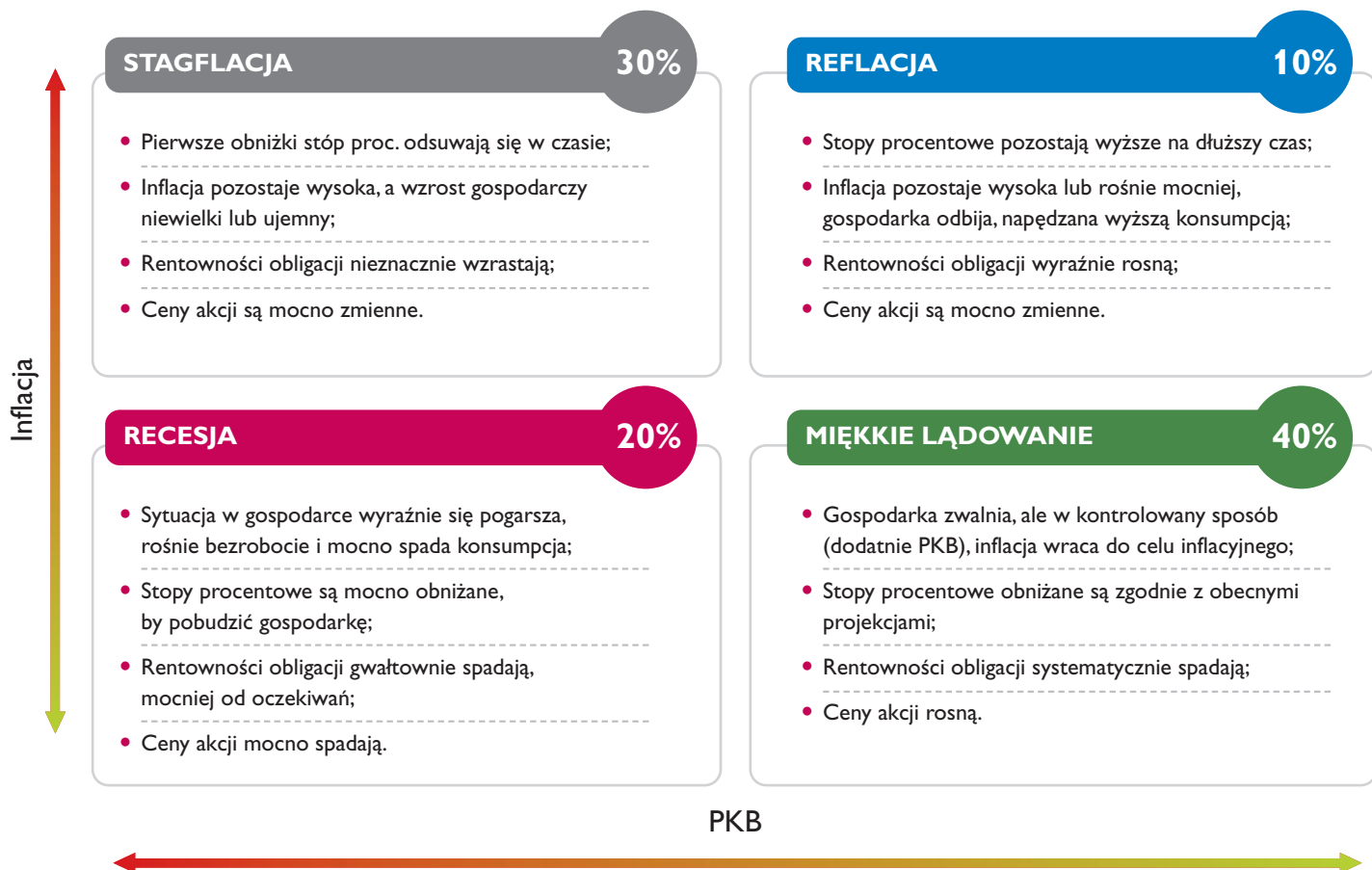
Wstępne szacunki Analityków Banku Millennium wskazują, że w 2023 roku wzrost PKB w Polsce wyniósł 0,7%, co wyłączając pandemię Covid19, stanowi najniższą dynamikę od 1995 roku. Istotny jest jednak kontekst na który składa się silne spowolnienie w przemyśle w Niemczech, spadająca, choć wciąż wysoka inflacja, presja na wzrost wynagrodzeń w przedsiębiorstwach, brak środków z KPO oraz zawirowania fiskalne. Spadkowi uległ też poziom zapasów towarów, ale jest to efekt akumulacji z czasów pandemii. Martwi natomiast wciąż spadający wskaźnik inwestycji ze względu na niewykorzystanie dostępnych funduszy w ramach wygasającej perspektywy finansowej UE i oczekiwania na środki z nowego budżetu.

Wydaje się jednak, że dołek koniunkturalny mamy za sobą i PKB w 2024 roku przyspie-

szy. Czynnikiem wspierającym może być odbicie niemieckiego przemysłu oraz większa szansa na uruchomienie środków finansowych z KPO. Wzrost gospodarczy będzie zapewne głównie napędzany konsumpcją, co rodzi pewne ryzyka inflacyjne ze względu na wzrost płacy minimalnej, zwiększenie świadczeń socjalnych (np. 800+) i ciągła presja na wzrost wynagrodzeń przy niskim bezrobociu. Po stronie polityki monetarnej nie spodziewamy się dynamicznych obniżek stóp procentowych ze względu na decyzje podjęte na jesieni 2023 roku. W obliczu zawirowań politycznych spodziewamy się ograniczonych cięć, podążających w ślad za nowymi perspektywami ekonomicznymi NBP, a więc nie wcześniej niż w marcu 2024 roku. Konsensus rynkowy zakłada skalę cięć o 100 pkt. baz. w obecnym roku.

Reasumując powyższe tło rynkowe możemy wytypować następujące scenariusze:

Potencjalne scenariusze makroekonomiczne na I kwartał 2024 wraz z prawdopodobieństwem wystąpienia, według Millennium TFI:





# Rynki obligacji

## Potencjalna nagroda dla cierpliwych

Dla obligacji kluczowe są stopy procentowe. Im wyższe, tym wyższej stopy zwrotu oczekują inwestorzy z papierów dłużnych.

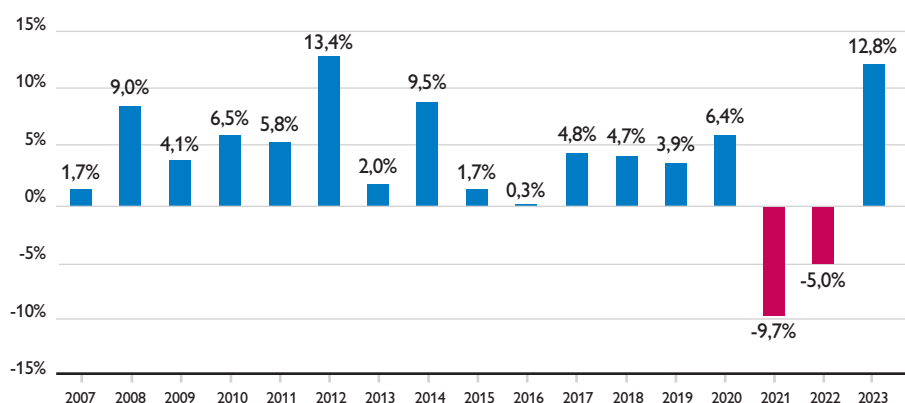
Po największej przecenie polskich obligacji w historii, rok 2023 przyniósł długo oczekiwane odbicie, których beneficjentem są także fundusze z ekspozycją na tę klasę aktywów.

Dla obligacji kluczowe są stopy procentowe. Im wyższe, tym wyższej stopy zwrotu oczekują inwestorzy z papierów dłużnych. Stąd w okresie podwyżek stóp obligacje się przeceniają. Przecena obligacji w latach 2021-2022 była związana z gwałtownym wzrostem stóp procentowych dokonany przez Radę Polityki Pieniężnej w okresie od października 2021 do września 2022. Stopy wzrosły wówczas

z najniższego poziomu w historii (0,1%) do najwyższego poziomu od 2002 roku (6,75%). Ostatnia podwyżka stóp miała miejsce ok. miesiąc przed ostatecznym dołkiem na rynku polskich obligacji w październiku 2022 roku. Od tamtej pory obserwowaliśmy stałą, ale oczywiście nie liniowy wzrost cen polskich obligacji i jednostek funduszy dłużnych.

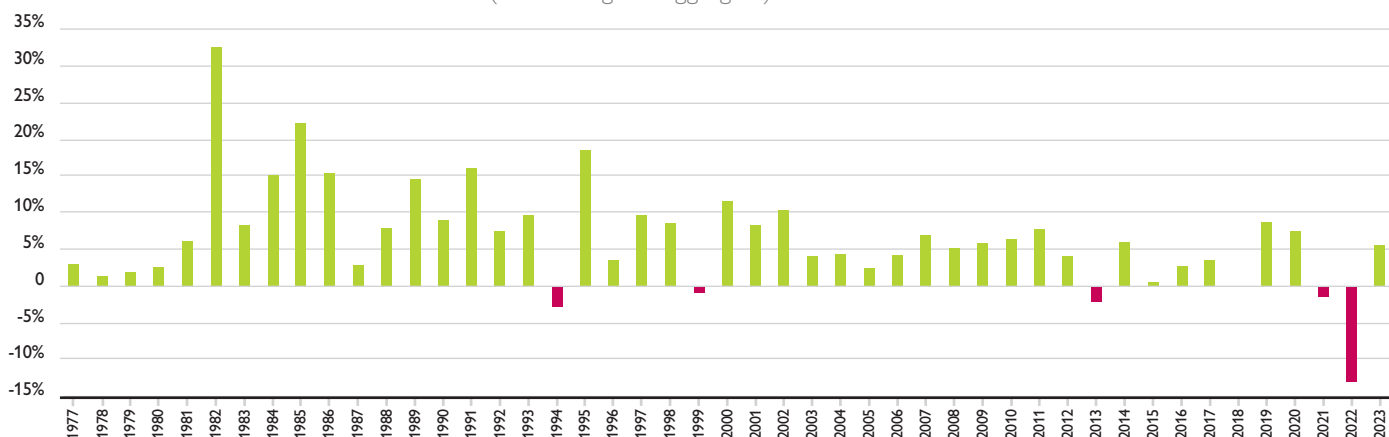
Po dwóch latach ujemnych stóp zwrotu także na rynku amerykańskich obligacji w 4Q 2023 obserwowaliśmy spadek rentowności, które podążają w odwrotnym kierunku do cen obligacji.

### Indeks polskich obligacji skarbowych stałokuponowych (Treasury BondSpot Poland Index)



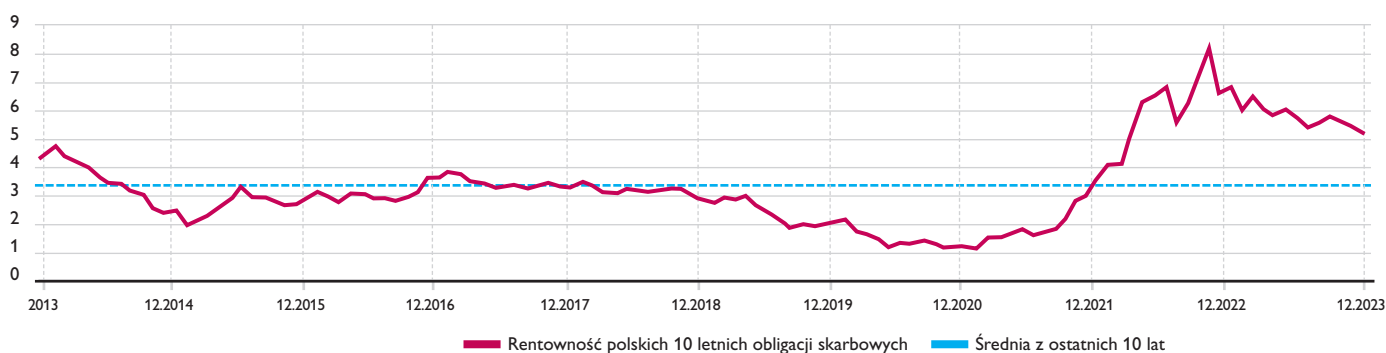
Źródło: Opracowanie własne na podst. danych ze Stooq.pl, dane na 29.12.2023 r.

### Indeks amerykańskich obligacji z ratingiem inwestycyjnym (Bloomberg US Aggregate)



Źródło: Opracowanie własne na podst. danych z Bloomberg, dane na 29.12.2023 r.

## Rentowność polskich 10 letnich obligacji skarbowych



Źródło: Opracowanie własne na podst. stooq.pl, dane na 29.12.2023 r.

Spadającej inflacji towarzyszyły pogarszające się dane gospodarcze. Te ostatnie znacznie słabiej wyglądają w Europie, niż za oceanem.

Dochodowość określa relację dochodu do ceny obligacji. Im wyższa dochodowość (rentowność) tym wyższej możemy oczekiwać stopy zwrotu z obligacji.

Obecne dochodowości obligacji polskich skarbowych w zależności od terminu wykupu oscylują w przedziale 5-5,8% i są to co prawda wartości znacznie niższe niż te które były w październiku 2022 roku (ok. 8,5%), ale nadal są znacząco wyższe niż te z ostatniej dekady (przeciętnie ok. 3,4%).

Amerykańskie 10-latki wahały się w ubiegłym roku w zakresie – od 3,25% w kwietniu w następstwie kryzysu bankowego do 5,02% w październiku po zaskakujących danych o silnym wzroście gospodarczym w amerykańskiej gospodarce w 3Q 2023. Obecnie (03.01.2024 r.) znajdują się one w okolicach 4%, co także jest poziomem znacząco wyższym niż historyczne średnie zarówno 10 jak i 20 letnie (odpowiednio 2,3 i 2,9%).

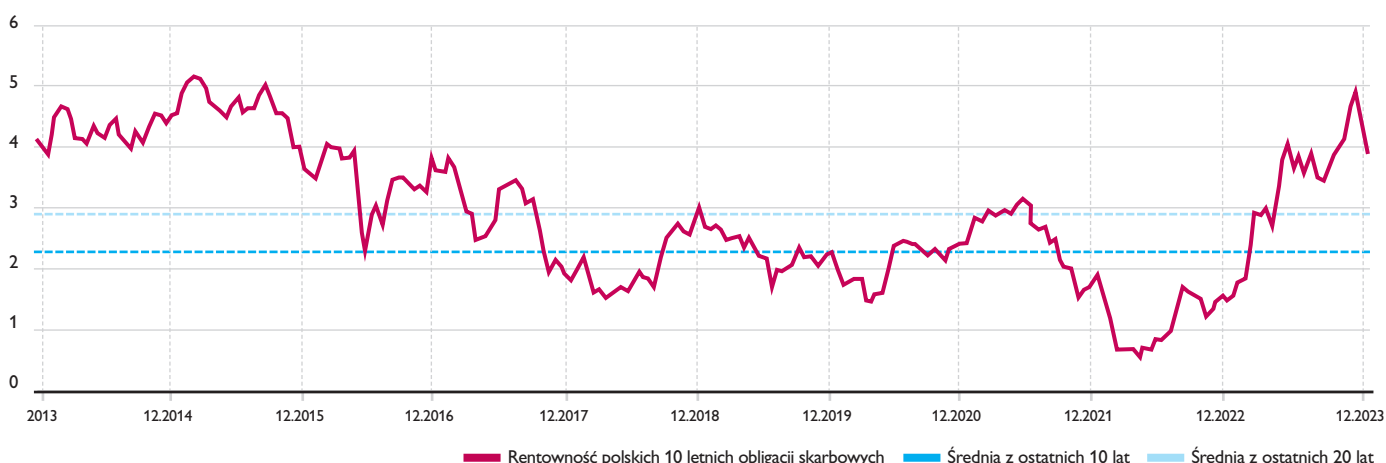
Podobnie jak w Polsce źródłem spadków cen obligacji w latach 2021-2022 były mocne pod-

wyżki stóp procentowych, które dokonała Rezerwa Federalna (Fed) walcząca z wysoką inflacją – w szczytowym momencie sięgającą 9,1% r/r. W USA inflacja konsumencka spadła w listopadzie do 3,2%. Także w Strefie Euro inflacja spadła z rekordowych 10,6% do 2,4%.

Spadającej inflacji towarzyszyły także pogarszające się dane gospodarcze. Te ostatnie znacznie słabiej wyglądają w Europie, niż za oceanem. Stopy procentowe zatrzymały się już w lipcu w USA na poziomie 5,25%-5,5%, a Europejski Bank Centralny zakończył podwyżki we wrześniu na poziomie 4,5%. Pod wpływem spadającej inflacji, zwalniającej gospodarki i pojawiających się coraz częściej sygnałów ze strony członków tych dwóch największych banków centralnych, inwestorzy spodziewają się spadku stóp procentowych w strefie euro i w USA już w pierwszej połowie przyszłego roku. Pod wpływem tych oczekiwań w 4Q 2023 spadały rentowności obligacji na rynkach globalnych.<sup>1</sup>

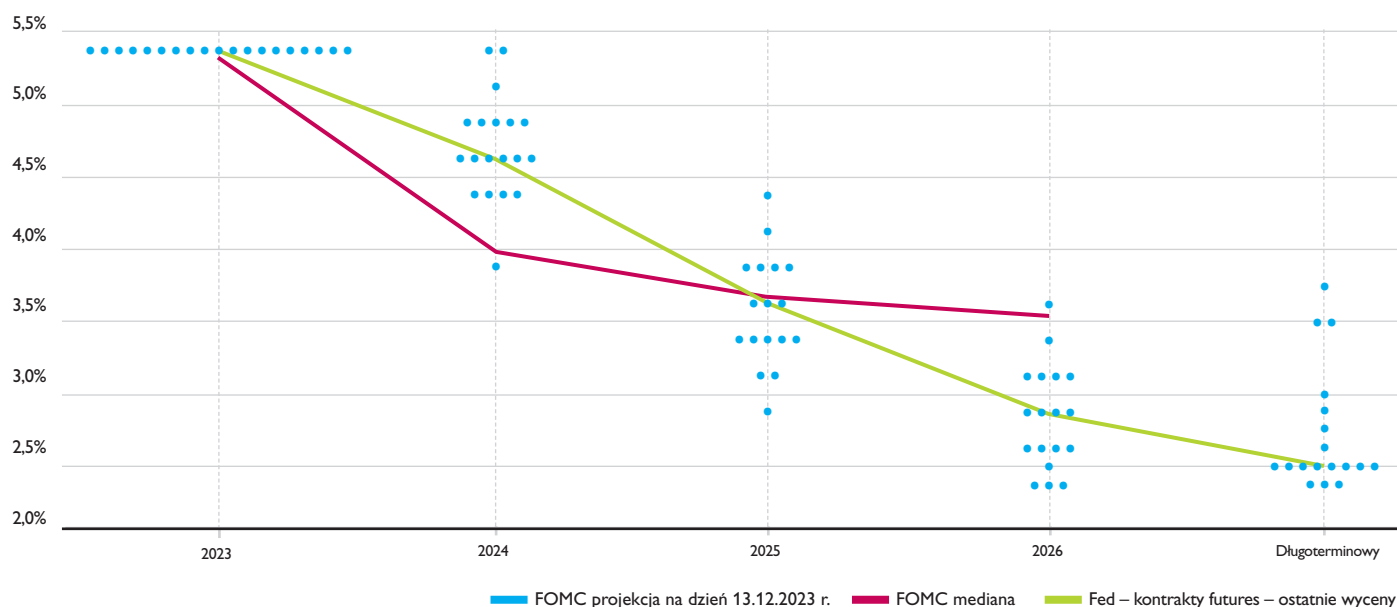
<sup>1</sup> Dane na podstawie serwisu marconext.pl

## Rentowność 10 letnich obligacji skarbowych USA



Źródło: Opracowanie własne na podst. stooq.pl, dane na 29.12.2023 r.

### Grudniowy wykres punktowy Fed



Źródło: Bloomberg

Patrząc na wyraźny trend dezinflacji w największych gospodarkach i coraz słabszą aktywność gospodarczą w tychże, wydaje się że oczekiwania inwestorów dot. obniżek stóp procentowych są uzasadnione.

### Stopy procentowe są grawitacją dla obligacji

W nadchodzącym roku kluczowe dla papierów dłużnych będą dalsze decyzje banków centralnych odnośnie poziomu stóp procentowych.

Na grudniowym posiedzeniu amerykańskiej Rezerwy Federalnej (Fed) utrzymano stopy procentowe na niezmienionym poziomie (przedział 5,25-5,50%). Wydzwitek z posiedzenia był jednak zaskakująco gołębi – członkowie Fed nie widzą już potrzeby dalszego zacieśniania polityki pieniężnej i w swoich najświeższych prognozach dostrzegają przestrzeń do głębszego luzowania polityki pieniężnej w 2024 r.: niż wynikało to z wrześniowych oczekiwań, co przedstawia poniższy wykres obrazujący rozkład głosów członków Fed-u dot. poziomu stóp procentowych w przyszłości.

Fed zaktualizował również swoje prognozy makroekonomiczne - tempo wzrostu PKB w 2023 r. zostało zrewidowane w górę do 2,6% r/r wobec 2,1% r/r we wrześniowej projekcji. Natomiast wskaźnik inflacji (PCE) został zrewidowany w dół, z 3,3% r/r do 2,8% r/r. Na konferencji prasowej po posiedzeniu szef Fed-u Jerome Powell przyznał, że komitet przeprowadził dyskusję na temat potencjalnego terminu pierwszej obniżki stóp procentowych. Zostało to zinterpretowane jako zwrot w polityce monetarnej największego banku centralnego, co skutkowało

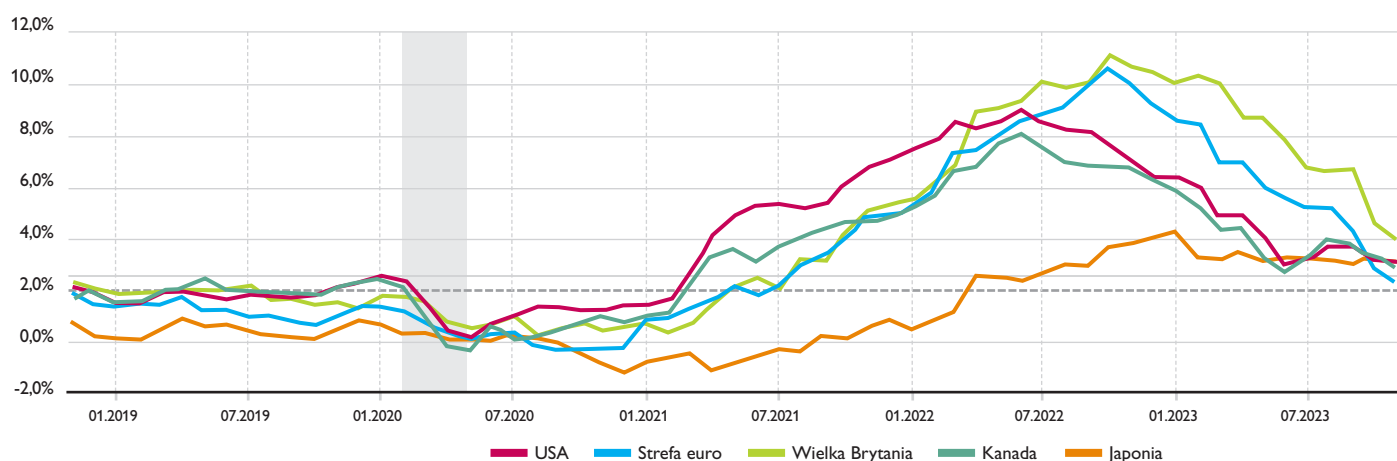
mocnymi spadkami rentowności obligacji na całym świecie.

Europejski Bank Centralny na grudniowym posiedzeniu również utrzymał stopy procentowe na niezmienionym poziomie (stopa depozytowa wynosi 4%). Retoryka EBC była bardziej wyważona, podkreślono, że wciąż jest zbyt wcześnie na dyskusję o łagodzeniu polityki pieniężnej, a presja inflacyjna pomimo tego, że maleje, to wciąż pozostaje podwyższona. W kolejnych miesiącach decyzje EBC będą uzależnione od napływających danych makroekonomicznych. Biorąc pod uwagę, że największa gospodarka strefy euro – niemiecka jest na granicy recesji (o ile już się w niej nie znalazła), to jest bardzo prawdopodobne, że to w strefie euro zobaczymy pierwszą obniżkę stóp, niż za oceanem.

Patrząc jednak na wyraźny trend dezinflacji w największych gospodarkach i coraz słabszą aktywność gospodarczą w tychże, wydaje się że oczekiwania inwestorów dot. obniżek stóp procentowych są uzasadnione.

W Polsce RPP pozostawiła stopy procentowe na niezmienionym poziomie (stopa referencyjna na poziomie 5,75%), zgodnie z oczekiwaniami rynków. Wg prezesa A. Głapińskiego, RPP najprawdopodobniej utrzyma stopy procentowe na niezmienionym poziomie do marcowego posiedzenia, na którym dokładnie przyjrzy się najświeższym projekcjom wzrostu PKB oraz inflacji.

## Wskaźnik inflacji rocznej w wybranych gospodarkach



Źródło: MacroMicro

Otwarta pozostaje kwestia czy banki centralne dostroją się do obecnych oczekiwań rynkowych, czy to raczej te oczekiwania będą musiały się zmienić.

W kraju tempo spadku inflacji osłabło w ostatnich miesiącach - w październiku i listopadzie inflacja utrzymała się na tym samym poziomie 6,6% r/r, a biorąc pod uwagę m.in. coroczny styczniowy wzrost cen regulowanych, wzrost wynagrodzenia minimalnego i planowane podwyżki dla sfery budżetowej należy założyć utrzymywanie się presji inflacyjnej na podwyższonym poziomie w całym 2024 r. Powinno to wpłynąć na utrzymanie przez RPP stóp procentowych na obecnym poziomie przynajmniej w pierwszym półroczu 2024 r.

### Perspektywy dla instrumentów dłużnych na 2024 rok.

Argumenty przemawiające za niższymi stopami procentowymi w 2024 r. i dalszym spadkiem rentowności obligacji są od miesięcy te same, są to: niższa inflacja i zwalnająca globalna gospodarka, ale ścieżka do kolejnych obniżek stóp w Polsce i pierwszej w USA i strefie euro będzie wyboista.

Rynek jednak już w pewnym stopniu wycenił te obniżki. Otwarta pozostaje kwestia czy banki centralne dostroją się do obecnych oczekiwań rynkowych, czy to raczej te oczekiwania będą musiały się zmienić. Tym niemniej w trakcie całego 2024 roku oczekujemy, że rentowności obligacji spadną wraz ze spadkiem inflacji i wolniejszym wzrostem gospodarczym na świecie, ale niepewność co do dalszych ruchów bankierów centralnych będzie nadal źródłem zmienności.

Jeśli nawet odpuścimy sobie spekulacje dotyczące dalszych ruchów banków centralnych, to od strony matematyki inwestycyjnej już dzisiaj otrzymujemy atrakcyjną relację zysku do ryzyka, ponieważ obecne relatywnie wysokie

rentowności powinny na dłuższą metę amortyzować ewentualne przejściowe wzrosty rentowności, o czym pisaliśmy tutaj: **Obligacje USA – ból dzisiaj, atrakcyjne zwroty jutro?**

Biorąc pod uwagę obecną relację dochodowości do ryzyka jesteśmy umiarkowanie pozytywnie nastawieni do papierów dłużnych skarbowych z USA i strefy euro oraz do papierów nieskarbowych z ratingiem inwestycyjnym. Mamy jednocześnie neutralne nastawienie do obligacji skarbowych polskich, a także z rynków wschodzących oraz obligacji wysokodochodowych.

O szczegółowych perspektywach dla funduszy dłużnych Millennium TFI pisaliśmy więcej tutaj: **Perspektywy dla funduszy dłużnych w 2024 r.**

### Podsumowanie

Po największej w historii przecenie obligacji i funduszy dłużnych w latach 2021 i 2022, rok 2023 przyniósł solidne odbicie. Patrząc jednak w przyszłość pomimo istniejących (jak zawsze) ryzyk dla funduszy dłużnych przeważają jednak argumenty za dalszymi spadkami rentowności, a tym samym wzrostami cen jednostek uczestnictwa funduszy dłużnych w perspektywie całego 2024 roku. A są nimi: spadająca inflacja na świecie, zwalnająca globalna gospodarka za czym powinny prędkiej czy później pójść obniżki stóp procentowych w głównych bankach centralnych. Także w Polsce RPP w kolejnym ruchu powinna obniżyć nadal stopy procentowe. Główną jednak przesłanką za optymistycznym spojrzeniem na przyszłe stopy zwrotu z papierów dłużnych są wciąż atrakcyjne na tle historycznym dochodowości obligacji. Stąd oczekujemy w 2024 roku pozytywnych stóp zwrotu z tej klasy aktywów.



# Rynki akcji

## Możliwa zadyszka po silnym rajdzie

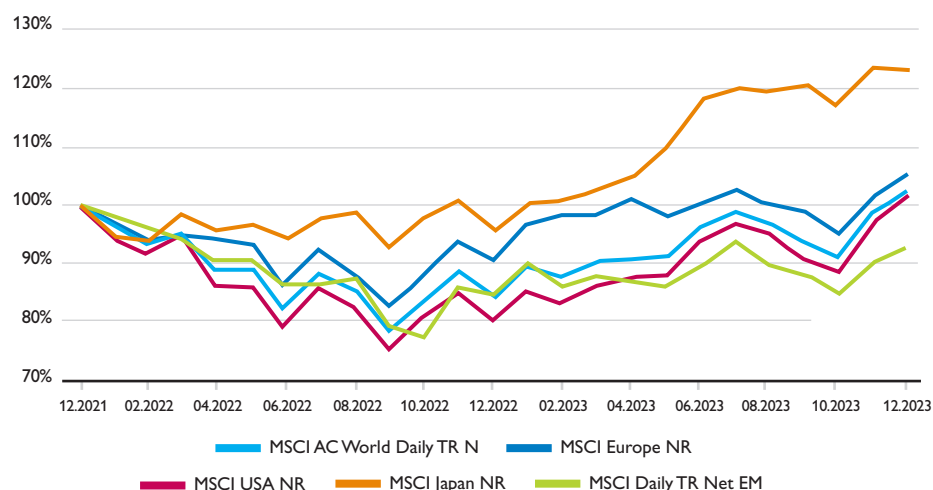
Mocne wzrosty z 2023 roku z szansą na kontynuację w 2024 r., ale uwaga na korektę w krótkim terminie.

2023 rok zakończył się spektakularnymi wzrostami indeksów akcji na rynkach rozwiniętych. W USA S&P500 wzrósł 24,2%, technologiczny Nasdaq zakończył rok na poziomie aż +53,8%, a Dow Jones, reprezentujący tradycyjne sektory gospodarki, +13,7%. Mimo słabej kondycji w przemyśle, niemiecki DAX osiągnął swój historyczny poziom, a w skali całego roku wzrósł +20,3%.

Sądzymy, że ten rajd na akcjach miał swoją genezę w 3 źródłach:

- Rozwój technologii Artificial Intelligence (dalej AI). Prace nad sztuczną inteligencją i zasilającymi ją chipami napędziła notowania ich głównego producenta, firmę NVIDIA, której notowania z racji przebiecia prognoz zysków wzrosły w 2023 roku

### Stopy zwrotu globalnych indeksów akcyjnych

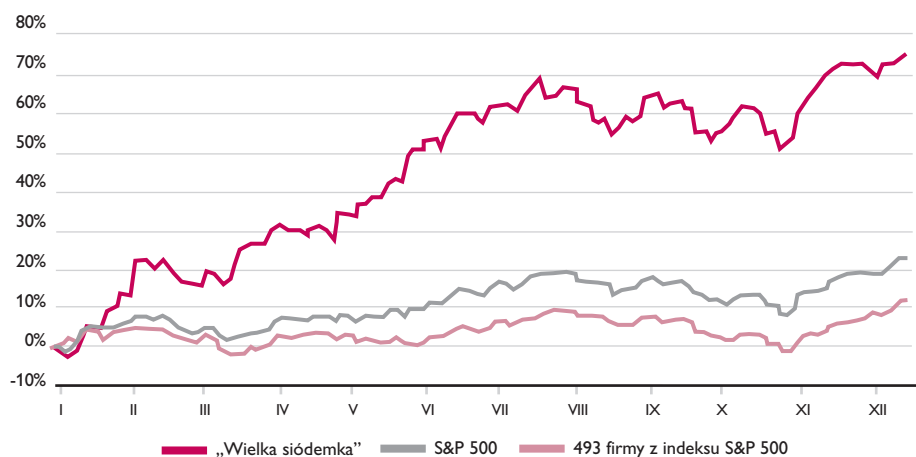


Źródło: Bloomberg



Widmo niższych stóp procentowych ponownie skusiło inwestorów do poszukiwania wyższych premii za ryzyko.

### „Wielka siódemka” odpowiada za wyniki indeksu S&P 500 w 2023 r.



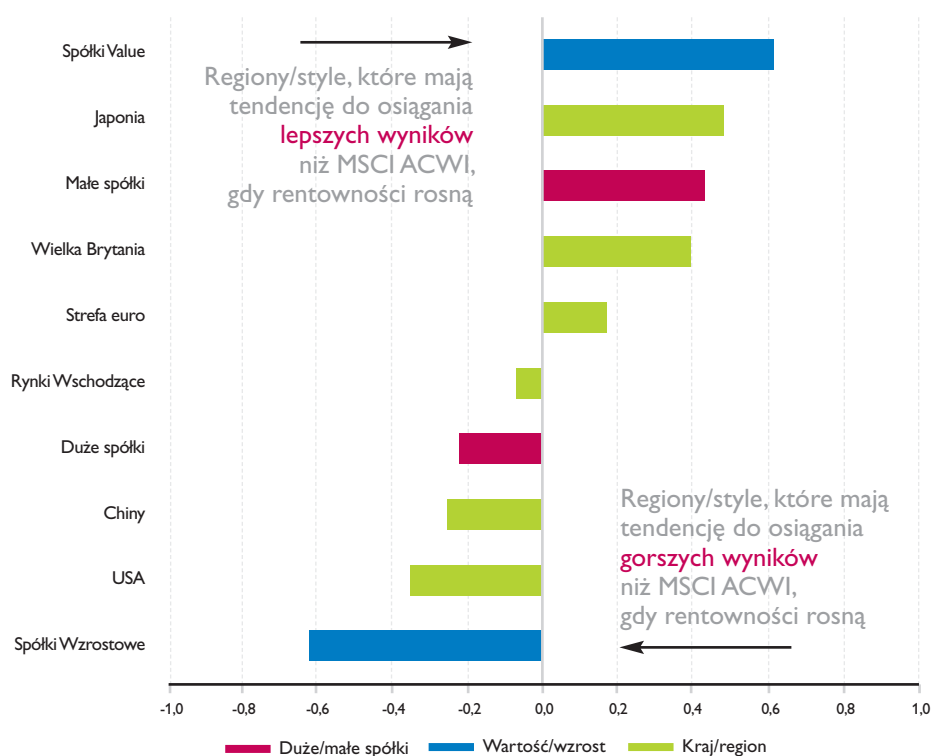
Źródło: Investthink

ponad 200%. Dzięki temu powrót dobrego sentymentu rozlał się na inne największe spółki tzw. „wielką siódemkę” (META, Google, Netflix, Microsoft, Tesla, Amazon i NVIDIA). To one w ponad 70% odpowiadały za „wyciąganie” indeksów w górę, gdyż ich waga w indeksie S&P500 to ponad 30%!

- b. Nadzieje na koniec cyklu podwyżek stóp procentowych przez Fed. Spółki technologiczne (a nawet

szerzej – spółki wzrostowe), choć często z dużym zapasem gotówki, są niekiedy traktowane przez inwestorów jako te z „długim duration” – oferują ponadprzeciętne stopy zwrotu, ale w długim terminie. Środowisko wysokich stóp procentowych (relatywnie wyższe dochody z obligacji „tu i teraz”) nie służy im. Widmo niższych stóp procentowych ponownie skusiło inwestorów do poszukiwania wyższych premii za ryzyko.

### Korelacja poszczególnych sektorów akcji ze wzrostem lub spadkiem stóp procentowych



Źródło: JP Morgan

## Statystyki wskazujące na dyskontowanie sytuacji rynkowej przez rynki akcji

Amerykański rynek akcji a szczyt cyklu koniunkturalnego

| Recesja         | Szczyt indeksu (1) | Szczyt cyklu koniunkturalnego (2) | Różnica między szczytem indeksu a cyklem w miesiącach (3) | Spadek indeksu między (1) a (2) | Maksymalny 12m spadek |
|-----------------|--------------------|-----------------------------------|-----------------------------------------------------------|---------------------------------|-----------------------|
| 1948-1949       | 05.1948            | 11.1948                           | 6                                                         | -8,91%                          | -9,76%                |
| 1953-1954       | 12.1952            | 07.1953                           | 7                                                         | -4,26%                          | -9,04%                |
| 1957-1958       | 07.1957            | 08.1957                           | 1                                                         | -4,86%                          | -15,32%               |
| 1960-1961       | 12.1959            | 04.1960                           | 4                                                         | -8,65%                          | -8,65%                |
| 1970            | 11.1968            | 12.1969                           | 13                                                        | -12,08%                         | -29,16%               |
| 1973-1975       | 12.1972            | 11.1973                           | 11                                                        | -16,29%                         | -38,80%               |
| 1980            | 01.1980            | 01.1980                           | 0                                                         | 0,00%                           | -9,55%                |
| 1981-1982       | 11.1980            | 11.1981                           | 8                                                         | -4,08%                          | -13,99%               |
| 1990-1991       | 07.1990            | 07.1990                           | 0                                                         | 0,00%                           | -13,84%               |
| 2001            | 08.2001            | 03.2001                           | 7                                                         | -22,94%                         | -26,55%               |
| 2007-2009       | 10.2007            | 12.2007                           | 2                                                         | -4,87%                          | -47,50%               |
| <b>Średnia:</b> |                    |                                   | <b>5,4</b>                                                | <b>-7,90%</b>                   | <b>-20,20%</b>        |

Amerykański rynek akcji w okolicach dołka cyklu koniunkturalnego

| Recesja         | Dołek indeksu (1) | Dołek cyklu koniunkturalnego (2) | Różnica między dołkiem indeksu a cyklem w miesiącach (3) | Wzrost indeksu między (1) a (2) |
|-----------------|-------------------|----------------------------------|----------------------------------------------------------|---------------------------------|
| 1948-1949       | 05.1949           | 11.1949                          | 5                                                        | 15,59%                          |
| 1953-1954       | 08.1953           | 05.1954                          | 9                                                        | 29,13%                          |
| 1957-1958       | 12.1957           | 04.1958                          | 4                                                        | 10,27%                          |
| 1960-1961       | 10.1960           | 02.1961                          | 4                                                        | 21,25%                          |
| 1970            | 06.1970           | 11.1970                          | 5                                                        | 21,86%                          |
| 1973-1975       | 09.1974           | 03.1975                          | 6                                                        | 35,60%                          |
| 1980            | 03.1980           | 07.1980                          | 4                                                        | 22,60%                          |
| 1981-1982       | 07.1982           | 12.1982                          | 4                                                        | 33,13%                          |
| 1990-1991       | 10.1990           | 07.1991                          | 5                                                        | 25,28%                          |
| 2001            | 09.2001           | 11.2001                          | 2                                                        | 9,72%                           |
| 2007-2009       | 03.2009           | 06.2009                          | 3                                                        | 37,44%                          |
| <b>Średnia:</b> |                   |                                  | <b>4,6</b>                                               | <b>23,81%</b>                   |

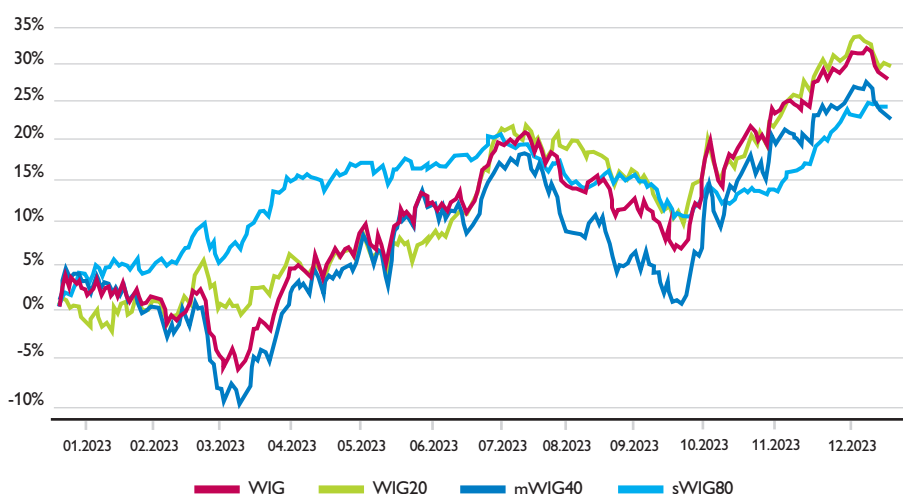
Źródło: Investthink

Jedną z najlepszych giełd na świecie w 2023 r. okazał się...polski parkiet

c. Dyskontowanie przyszłej poprawy w gospodarce. Według teoretycznych prawideł rynki akcji wyprzedzają o 3-9 miesięcy koniunkturę w realnej gospodarce. Tendencja ta z reguły nie jest symetryczna, tzn. szczyt indeksu mocniej wyprzedza szczyt koniunktury, a dołek indeksu nieznacznie wyprzedza dołek koniunktury. Według naszej interpretacji, fatalne notowania akcji w 2022 roku już w dużej mierze odzwierciedlało słabe dane makroekonomiczne z końca 2023 roku, a z kolei zeszłoroczne ożywienie może dawać pierwsze nadzieje na początki ożywienia w II połowie 2024 roku.

Jedną z najlepszych giełd na świecie w 2023 r. okazał się...polski parkiet. Czynniki wspierającymi wzrosty były: napływ kapitałów zagranicznych (dostrzegający niskie wyceny, zmniejszenie ryzyka geopolitycznego po wyborach parlamentarnych), szansa na uruchomienie środków z KPO, umocnienie PLN potęgujące zyski zagranicznych inwestorów oraz stabilny popyt ze strony PPK – szczególnie widoczny w segmencie małych i średnich spółek. Podobnie jak rynki globalne, również GPW zdawała się dyskontować spowolnienie widoczne w danych makroekonomicznych, jednak systematyczny spadek inflacji wspierał nadzieje na niwelowanie negatywnych tendencji w sektorze usług i przemyśle, tak doskwierających w 2022 roku.

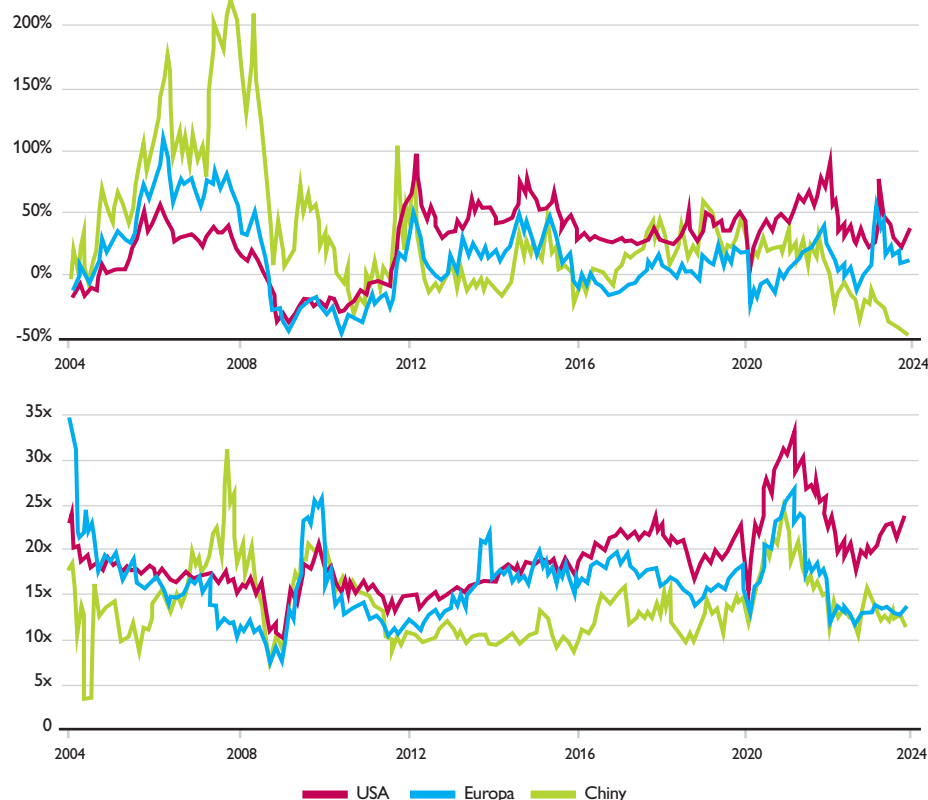
## Zachowanie polskich indeksów akcji w 2023 roku



Źródło: stooq.pl

Czasy wysokich dynamik zysków przy relatywnie niskich mnożnikach wycen to póki co historia.

### Stopy zwrotu (górny wykres) i mnożnik cena/zysk (dolny wykres) akcji chińskich na tle USA i Europy



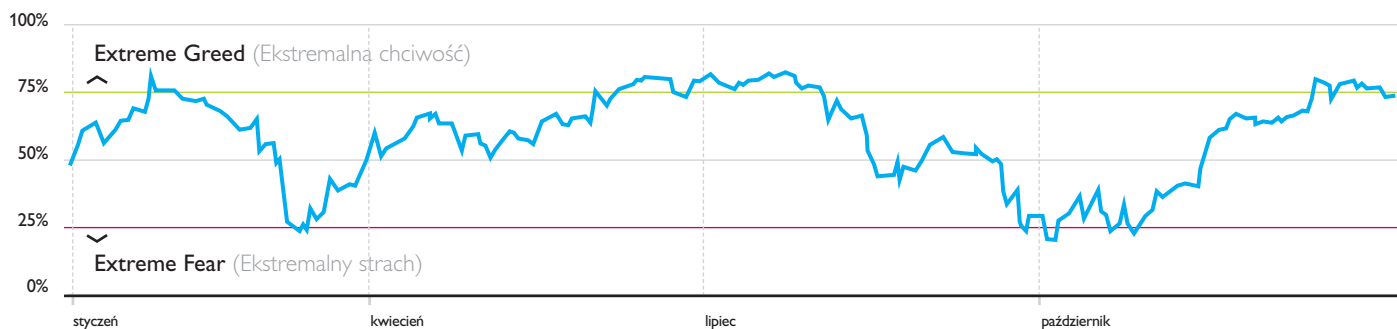
Źródło: JP Morgan

Od tych pozytywnych nastrojów wyraźnie odstawał rynek chiński. Ogromne nadzieje na post-covidowe otwarcie gospodarki Państwa Środka spaliło na panewce – aktywność gospodarcza spadała, a sensacyjne bankructwa największych deweloperów skutecznie odstraszały inwestorów. Sytuacji nie naprawiły działania stymulacji monetarnej (obniżenie stóp procentowych) i fiskalne (mniejszy podatek od nieruchomości). Problem chińskiej giełdy wydaje się bardziej strukturalny. Czasy wysokich dynamik zysków przy relatywnie niskich mnożnikach wycen to już historia. Udział prywatnych przed-

siębiorstw spadł w ciągu 2 ostatnich lat z 55% do 39%. W efekcie większość spółek jest państwowa, a to z kolei powoduje, że wiele przedsięwzięć finansowanych pośrednio z budżetu państwa niekoniecznie musi być rentowna.

W 2024 rok wchodzimy z dużymi nadziejami na oznaki ożywienia w gospodarce, co w naturalny sposób powinno przekładać się na pozytywne stopy zwrotu na rynkach akcji. Jednak póki to nastąpi, należy zdawać sobie sprawę z zagrożeń, które należy uwzględnić przy budowaniu alokacji w akcje.

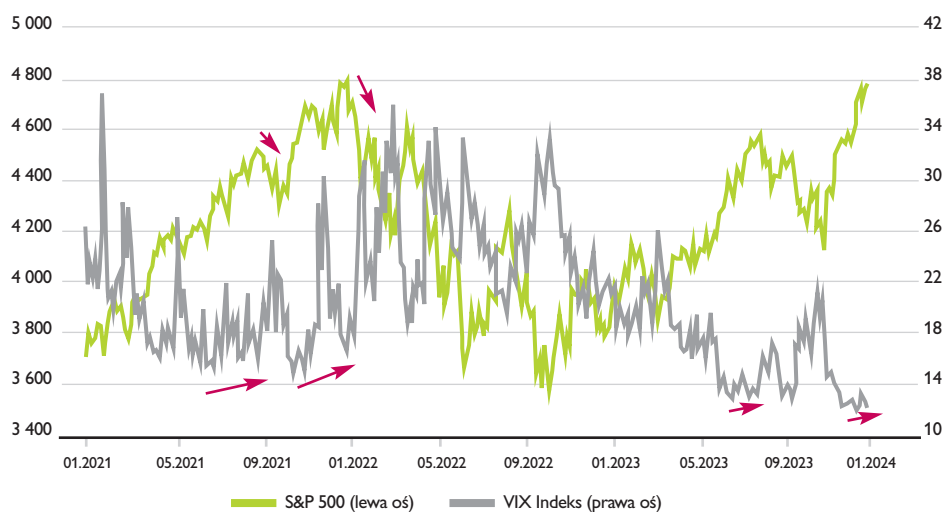
### Indeks sentymentu Fear & Greed wskazuje na duży optymizm inwestorów



Źródło: money.cnn.com

Obecne nastroje mierzone wskaźnikiem sentymentu CNN Fear & Greed wskazują na wyjątkowy optymizm wśród inwestorów indywidualnych.

#### Indeks VIX na tle S&P 500

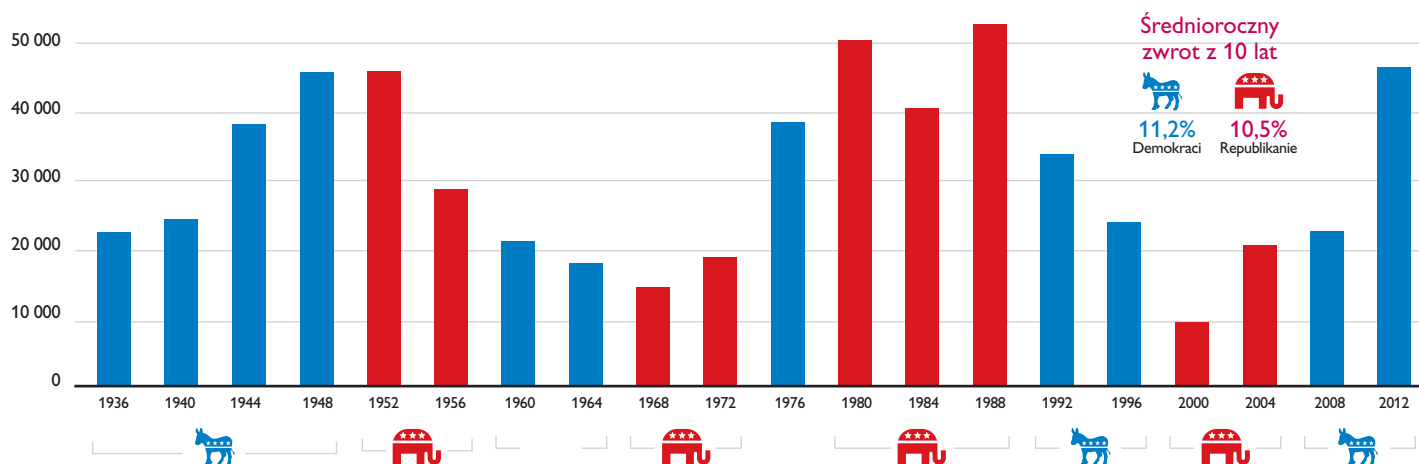


Źródło: Bloomberg

- Czy rynki nie przestraszą się ponownie otoczenia makroekonomicznego i nie wykorzystają szumu informacyjnego oraz pretekstów do realizacji zysków? Obecne nastroje mierzone chociażby wskaźnikiem sentymentu CNN Fear & Greed wskazują na wyjątkowy optymizm wśród inwestorów indywidualnych, który w przeszłości w krótkim terminie oznaczał możliwość wystąpienia korekty.
- Sygnałem ostrzegawczym jest również w krótkim terminie poziom tzw. indeksu strachu – VIX, który obrazuje ilość otwartych pozycji zabezpieczających przed zmiennością S&P 500. Jego niskie wartości można interpretować następująco: „indeks rośnie, więc kupujemy”. Pytanie tylko, kto miałby sprzedawać, skoro wszyscy chcą kupować?
- „Wygodne” preteksty ze strony geopolityki. Styczniowe wybory na Tajwanie, wybory prezydenckie w USA czy wybory samorządowe w Polsce i do Parlamentu Europejskiego – to tylko niektóre wydarzenia, które mogą być chętnie wykorzystywane przez inwestorów do rotacji kapitałów i próbie spekulacji na nastrojach. Co prawda Chiny deklarują brak interwencji militarnych, rok wyborczy w USA nigdy nie kończył się spadkami indeksów akcji, a konflikt na Ukrainie i Strefie Gazy znajduje się w impasie i nie przynosi nowych rozstrzygnięć, tym niemniej w krótkim terminie może wprowadzać podwyższoną zmienność.

#### Wzrosty S&P 500 w latach wyborczych podczas wygranej Demokratów i Republikanów

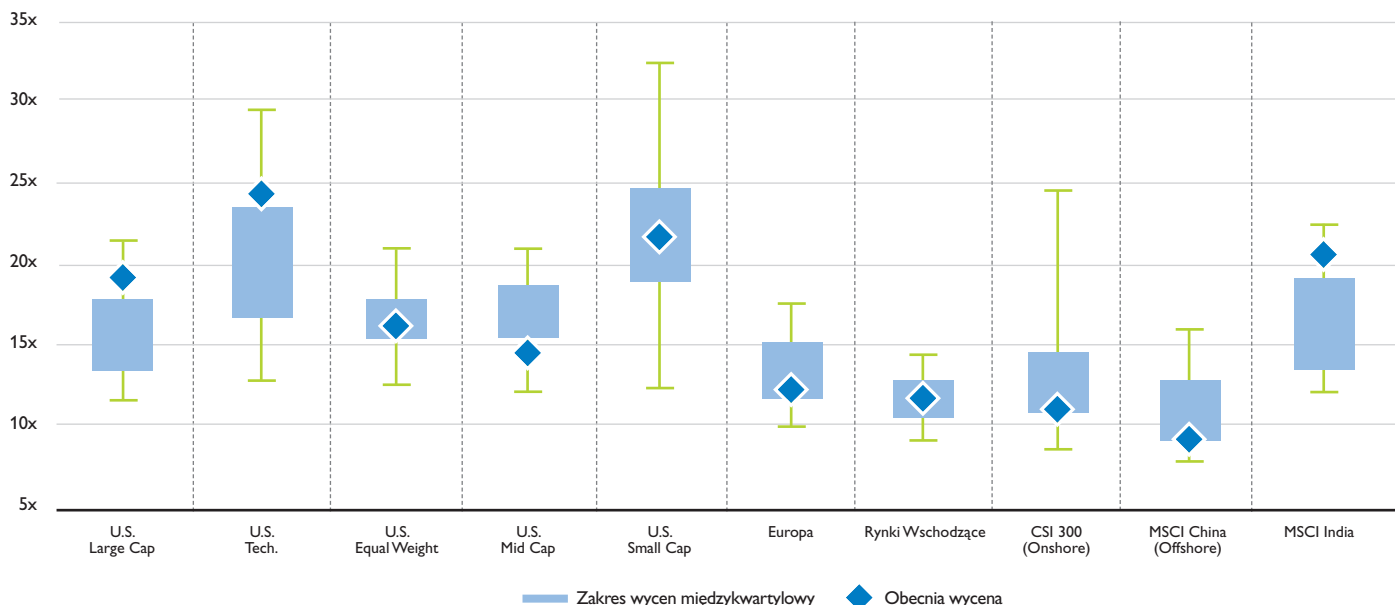
10-letni wzrost hipotetycznej inwestycji o wartości 10 tys. dolarów dokonanej w indeksie S&P 500 w roku wyborczym (USD)



Źródło: Capital Group



## Wyceny poszczególnych indeksów globalnych na tle 10-letnich średnich



Preferowaną przez nas grupą pozostaną akcje na Rynkach Rozwiniętych ze względu na jakość spółek, szeroką dywersyfikację i płynność.

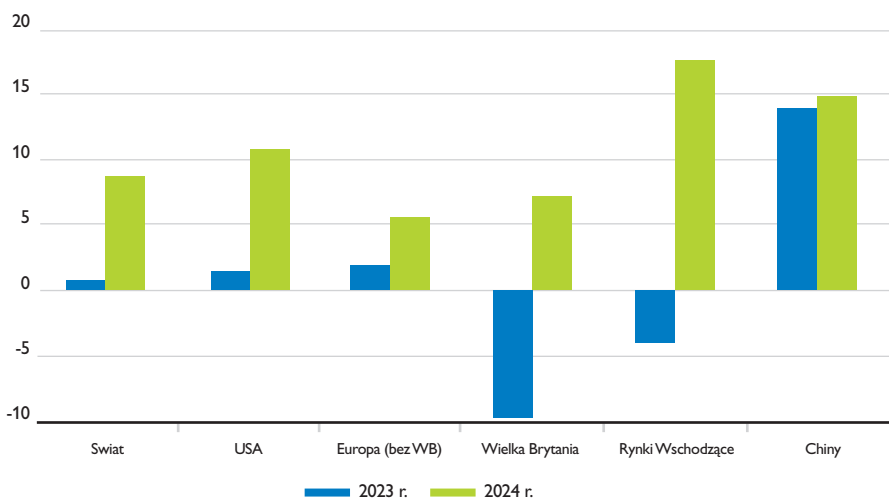
Powyższe czynniki można zakwalifikować jako te sentymalne i subiektywne. W takich momentach historycznie najlepszym rozwiązaniem było trzymanie się obranego planu. Co to oznacza w praktyce? Otóż emocje mijają, a elementem realnie wpływającym na wyceny i efektywność inwestycji w akcje pozostają w długim terminie tzw. fundamenty.

Z początkiem 2024 roku można zauważyć pewne nierównowagi pomiędzy mnożnikami poszczególnych sektorów, grup spółek i regionów, jednak nadal wydają się to poziomy racjonalne. Preferowaną przez nas grupą pozostaną akcje na Rynkach Rozwiniętych ze względu

na jakość spółek, szeroką dywersyfikację i płynność. Mimo atrakcyjności Rynków Wschodzących i potencjalnego kierunkowego osłabiania się USD, wciąż dostrzegamy problemy strukturalne w chińskiej gospodarce oraz ryzyka deglobalizacyjne, uderzające w pierwszej kolejności w kraje rozwijające się.

Kluczowym elementem do obserwacji, w naszej ocenie, będą publikacje wyników kwartalnych, odpowiadające na pytanie, czy mimo spowolnienia w gospodarce, spółki są w stanie pokrywać oczekiwania analityków w zakresie zysków, przychodów i marż. Oceniamy te szanse, jako bardzo prawdopodobne.

## Prognozy dynamiki zysków na akcję dla poszczególnych regionów w 2024 r.



Patrzymy pozytywnie na akcje na przestrzeni 2024 roku, jednak w I kwartale oczekujemy korekty.

Podobne podejście stosujemy w przypadku selekcji polskich spółek. W pierwszej kolejności stawiamy na te, które mocniej odzwierciedlają warunki ekonomiczne (głównie o małej i średniej kapitalizacji), z ciekawymi modelami biznesowymi i ekspozycją na sektor konsumencki. Nie dyskryminujemy spółek dużych, będących w spektrum zainteresowania kapitałów zagranicznych, jednak dostrzegamy w nich ryzyka związane z regulacjami cen.

Reasumując, po bardzo pozytywnej końcówce roku, która sprzyjała akcjom mocniej, niż zakładaliśmy, patrzymy pozytywnie na tą klasę aktywów na przestrzeni 2024 roku, jednak w I kwartale oczekujemy korekty. Nie postrzegamy jej jednak jako długoterminowego zagrożenia zmiany trendu, a raczej jako realizację zysków po 2023 roku.



## Akcje w 2024 roku

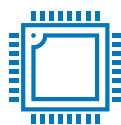
## Dlaczego AI to nie tylko chwilowa moda?

AI to potencjalnie nowy megatrend, który będzie rozwijał się i ewoluował w różnych branżach i sektorach.

Po silnych wzrostach w 2023 roku, wśród największych spółek technologicznych, można zadać sobie pytanie, czy mamy do czynienia z bańką spekulacyjną w sektorach związanych ze sztuczną inteligencją? W naszej opinii realizacja zysków po skrajnym wykupieniu indeksów jest oczywiście prawdopodobna w krótkim terminie, jednak AI to potencjalnie nowy megatrend, który będzie rozwijał się i ewoluował w różnych branżach i sektorach. Dlaczego? Ponieważ beneficjentami tego trendu nie są i nie będą jedynie producenci chipów czy spółki technologiczne. Aplikacje i rozwiązania oparte na AI już z powodzeniem rozwijają się w sektorze ochrony zdrowia (telemedycyna, diagnostyka), transporcie i motoryzacji (zarządzanie flotą, systemy wspomagania kierowców) czy nawet w sieciach fast-foodów (McDonald's wykorzystuje już w USA systemy AI do szybszej obsługi Klientów w linii McDrive).

Oczywiście największym wyzwaniem będzie odróżnienie spółek, będących wątpliwymi start-upami od tych, które w sposób rzeczywisty oferują skalowalne i łatwe do implementacji narzędzia, optymalizujące działalność innych branż i wpływające na społeczeństwa. Oczywiście, początkowa kapitałochłonność rozwoju tej gałęzi gospodarki zapewne samoistnie odsieje poważnych graczy od „wydmuszek”, jednak potencjał rynków i branż jest ogromny. Podobnie jak w przypadku innych spółek wzrostowych, tego typu rozwiązania, usługi i produkty opierają się o świat wirtualny, działają ponad granicami i strefami czasowymi, a finalnie ich koszt jednostkowy jest minimalny oraz nie wymaga taśm produkcyjnych, surowców czy dużej ludzkiej siły roboczej. To z kolei może w przyszłości przyczynić się do minimalizowania cen produkcji, a tym samym zwiększać marżowość firm. W tym kontekście silne wzrosty spółek, które produkują chipy czy aplikacje (NVIDIA czy Chat GPT od Microsoft) to dopiero początek drogi.

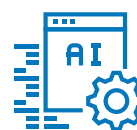
## Szeroki wpływ technologii AI na różne branże, sektory i spółki



Półprzewodniki  
i chipy komputerowe



Chmura obliczeniowa /  
Oprogramowanie (AI)



Aplikacje (AI)  
Sztucznej Inteligencji

|                                                                               |                                              |                                                                                                                                  |
|-------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>ASML</p> <p>Applied Material</p> <p>NVIDIA</p> <p>TSMC</p> <p>Broadcom</p> | <p>Microsoft</p> <p>Amazon</p> <p>Google</p> | <p>technologia i komunikacja</p> <p>usługi finansowe</p> <p>ochrona zdrowia/farmacja</p> <p>usługi prawne</p> <p>motoryzacja</p> |
|-------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

Źródło: Capital Group



## Akcje w 2024 roku

# Spółki dywidendowe jako ciekawy element dywersyfikacji

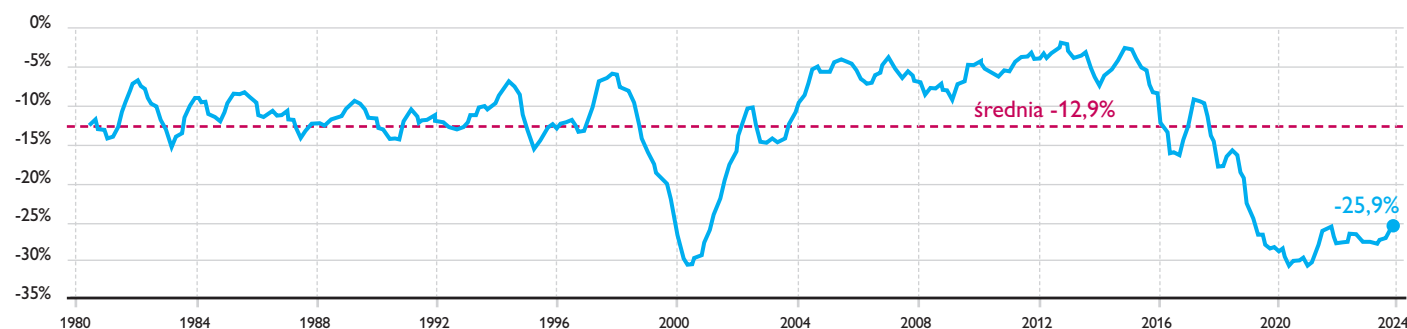
W obliczu słabych danych makroekonomicznych oraz widma korekty na najbardziej wzrastających spółkach, ciekawym elementem dywersyfikacji oraz stóp zwrotu może być regularny dochód z akcji.

Od 2012 roku tzw. spółki wzrostowe (charakteryzujące się wysokimi dynamikami wzrostu przychodów i zysków, agresywnie zdobywające rynek, z innowacyjnymi produktami) dominowały rynek akcji szczególnie w USA. Sprzyjał temu rozwój technologiczny oraz zmiany w sposobach komunikacji na świecie, cyfryzacji życia i globalizacja. Po 2023 roku jednak, wyceny tychże spółek są relatywnie wysokie. Wystarczy wspomnieć, że wskaźnik cena/zysk dla tzw. „dużej siódemki”, a więc 7 największych spółek amerykańskiej giełdy wynosi ponad 50, podczas gdy 10-letnia średnia wskaźnika cena/zysk dla indeksu S&P500 to 17,6, a obecna to 19,2.<sup>2</sup> Wartości te oczywiście można uznać za wysokie na tle innych regionów świata, jednak należy pamiętać, że w USA inwestorzy są skłonni płacić więcej za dobre jakościowo spółki, a ponadto konsensus rynkowy zakłada ponad 11% wzrost zysków na akcję w 2024. Poprzeczka jest zatem ustawiona relatywnie wysoko, a silne wzrosty z 2023 roku i wykupiony rynek stwarzają ryzyko korekty.

Na tym tle w zupełnie innym kierunku poruszają się spółki dywidendowe, które być może nie oferują dynamicznych wzrostów zysku i przychodów, ale regularnie wypłacają swoim akcjonariuszom dochód. Na przestrzeni ostatnich 42 lat ich wyceny kształtowały się średnio 12,5% poniżej średniej dla indeksu S&P500, ale w 2023 roku to dyskonto sięgnęło aż 25%. Prawdopodobny zatem staje się scenariusz, że w obliczu słabych danych makroekonomicznych oraz widma korekty na najbardziej wzrastających spółkach, ciekawym elementem dywersyfikacji oraz stóp zwrotu może być regularny dochód z akcji. Dane historyczne pokazują również, że w momentach ewentualnego silnego spowolnienia lub nawet recesji, spadki wycen spółek były relatywnie większe, niż spadki stopy dywidendy. Można zatem wysnuć wniosek, że strategia oparta na spółkach dywidendowych, może skutecznie zabezpieczać portfel przed nadmierną zmiennością i stanowić ciekawą alternatywę dla największych spółek technologicznych.

<sup>2</sup> Dane na podstawie biuletynu FactSet.com

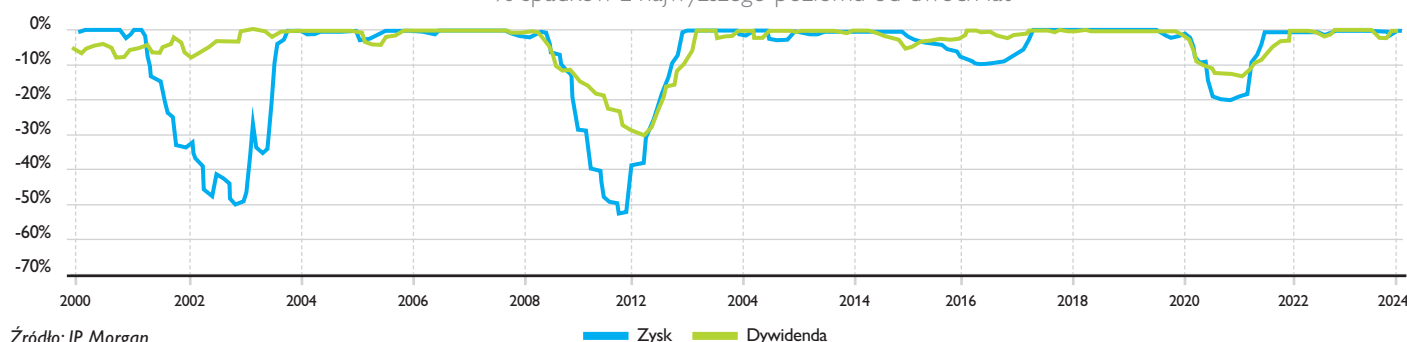
### Dyskonto wycen spółek dywidendowych na tle indeksu S&P 500



Źródło: Capital Group

### Spadki stóp zysków i dywidend w okresach recesyjnych

% spadków z najwyższego poziomu od dwóch lat



Źródło: JP Morgan

## Akcje w 2024 roku

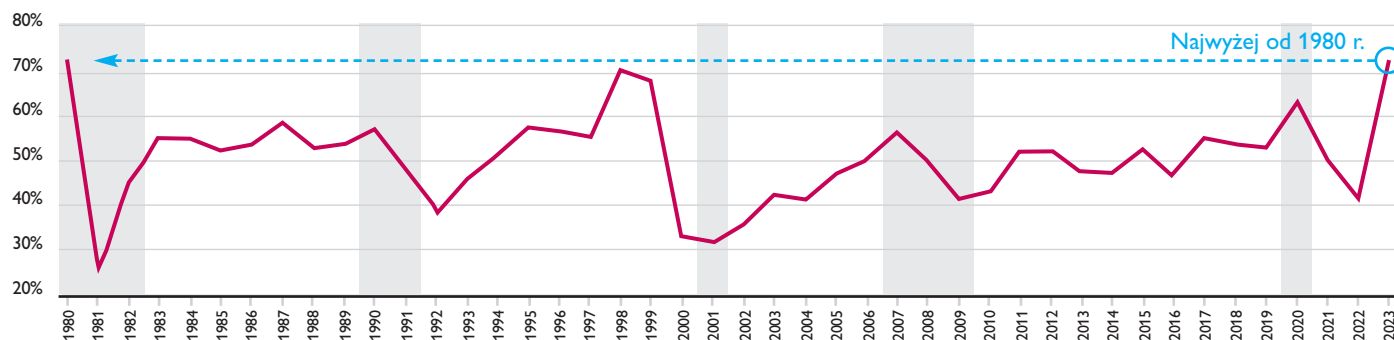
### Małe i średnie spółki z ciekawym potencjałem do obserwacji

AI spowodował wzrosty indeksu Nasdaq i S&P 500, ale w rzeczywistości odpowiadało za niego zaledwie kilka spółek o największej wadze i kapitalizacji.

Analizując indeksy akcyjne, bardzo często pojawia się termin „szerokości” trendu. Oznacza on ilość spółek w indeksie, które uczestniczą we wzrostach lub spadkach danego indeksu. Oczywiście – im większa szerokość, tym dany trend jest bardziej wiarygodny i potwierdzany przez firmy z różnych sektorów. Bardzo często inwestorzy mogą wpadać w pułapkę i mylnie interpretować wzrosty na danym rynku, podczas gdy w rzeczywistości są one realizowane na grupie spółek o największej wadze w indeksie. Nie inaczej było w 2023 roku, gdzie trend związany z AI spowodował wzrosty indeksu Nasdaq i S&P 500, ale w rzeczywistości odpowiadało za niego zaledwie kilka spółek o największej wadze i kapitalizacji. Ta nierównowaga stwarza jednak pewne okazje na korzyść spółek spoza grona tych największych i najbardziej znanych.

- Odsetek spółek zachowujących się gorzej od indeksu wzrósł do 72% – pierwszy raz od 1980 roku. Zakładając stopniową poprawę otoczenia makroekonomicznego oraz ich relatywnie niższe wyceny, mogą one stanowić w długim terminie ciekawy element strategii akcyjnych.
- Czy jest lepszy czas na inwestycje w akcje, jeśli nie wtedy, gdy są one relatywnie najtańsze? Kierując się tym mottem warto zwrócić uwagę na małe i średnie spółki, zgrupowane chociażby w indeksie Russel 2000. Oczywiście ich kapitalizacja bardzo często jest większa, niż spółek z WIG20, nie są one narażone na problemy z płynnością, a ich wyceny są najmocniej niedoszacowane względem największych spółek od 1999 roku.

#### Odsetek spółek performujących poniżej średniej indeksu S&P 500



Źródło: Kobeissiletter

#### Relatywne niedoszacowanie spółek małych vs. duże

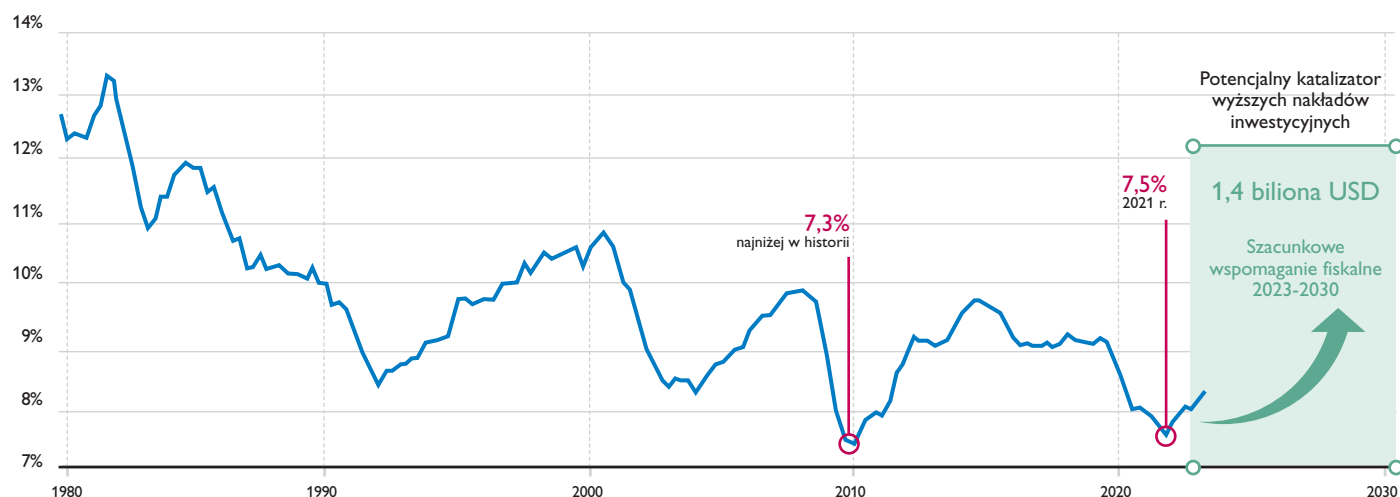
Russell 2000 vs. Russell 1000: 1985 - 2023 r.



Źródło: Bank of America



### Inwestycje infrastrukturalne amerykańskiego rządu (% PKB)



Źródło: Capital Group

c. Podobnie jak w Polsce, działalność spółek o małej i średniej kapitalizacji w USA, skupia się przede wszystkim na lokalnym rynku. Paliwem do ich rozwoju w latach 2024-2030 może być program rozwoju krajowej infrastruktury i przemysłu

o wartości 1,4 bln USD. Ma on stanowić odpowiedź na coraz mocniej napięte relacje handlowe z Chinami, wspierać przenoszenie produkcji do USA, a także finansować modernizację energetyczną i transportową.



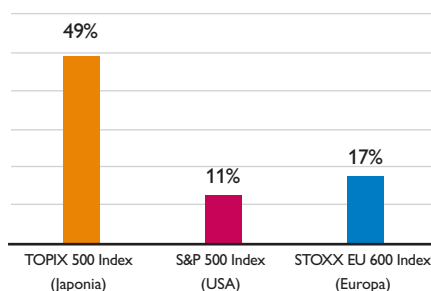
## Akcje w 2024 roku

# Nie zapominaj o tych kierunkach

### Strefa Euro

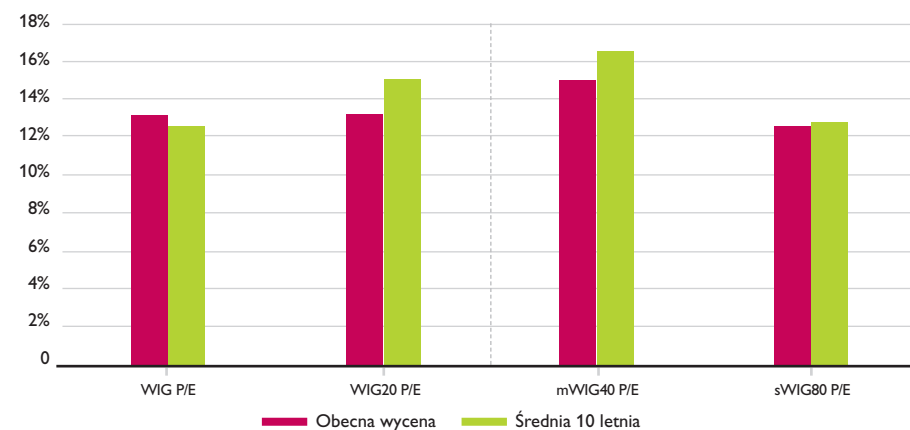
Otoczenie makroekonomiczne, a szczególnie sytuacja w przemyśle jest dużo bardziej poważna, niż w USA. Scenariusz recesyjny jest tu dużo bardziej prawdopodobny. Należy jednak pamiętać, że w pewnym stopniu został on już dostrzeżony i wyceniony przez rynek i nie przeszkodziło to chociażby niemieckiemu indeksowi DAX do osiągnięcia rekordowego poziomu w 2023 roku. Co może sprzyjać akcjom europejskim w dłuższym horyzoncie? Wykorzystanie Krajowych Planów Odbudowy ustalonych przez Komisję Europejską po pandemii Covid19. Najnowsze dane z Komisji wskazują, że największe wypłaty, przeznaczone na rozwój infrastruktury i przemysłu dopiero przed nami.

### Odsetek spółek w indeksach giełdowych, posiadających nadwyżki gotówkowe



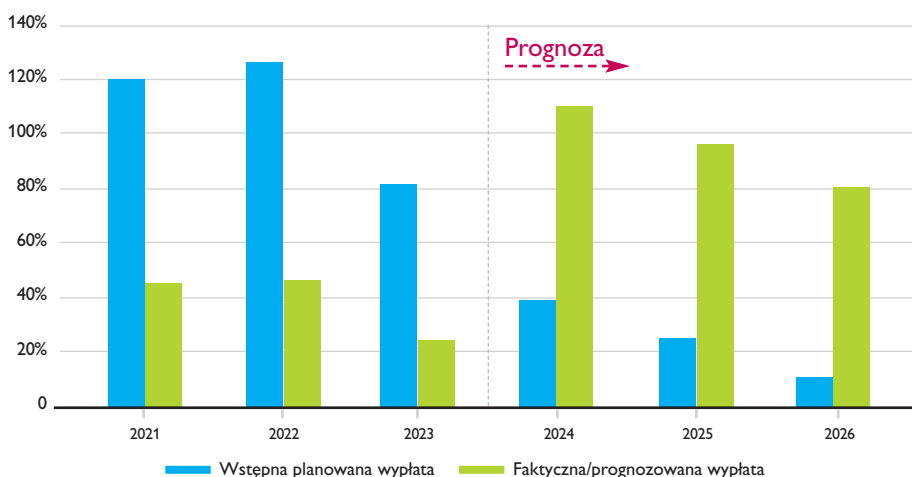
Źródło: Capital Group

### Wyceny polskich indeksów giełdowych na tle 10-letnich średnich



Źródło: Millennium TFI, stoq.pl

### Wykorzystanie budżetu Krajowych Planów Odbudowy w Unii Europejskiej



Źródło: Capital Group

### Japonia

W odróżnieniu od spółek amerykańskich i europejskich, firmy w Kraju Kwitnącej Wiśni wykorzystywały ultraluzną politykę monetarną, niskie stopy procentowe do akumulowania gotówki. Obecnie jej zapasy są na historycznie wysokich poziomach, a zatem japońskie spółki mają duży zapas finansowania swojego rozwoju.

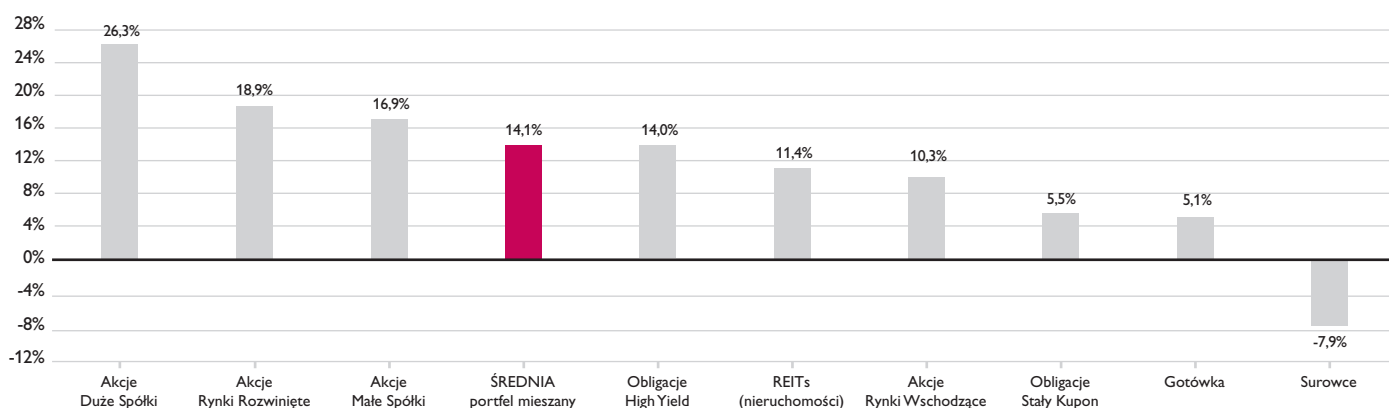
### Polska

W 2024 roku polskim akcjom może sprzyjać kilka czynników. Po pierwsze od stycznia wzrasta płaca minimalna, w życie wchodzi świadczenie 800+ i tzw. „babciowe”. Po drugie rząd pracuje nad wprowadzeniem dopłat do kredytów hipotecznych i najmu. Po trzecie, zwrot po wyborach parlamentarnych w kierunku UE daje większe szanse na środki z KPO. To wszystko, w połączeniu ze spadającą inflacją i prawdopodobnie minionym już dołkiem koniunkturalnym, może wspierać sektor konsumencki, sprzedaży detalicznej i deweloperski. Również po stronie producentów gier komputerowych szykuje się ciekawy rok wydawniczy. Na tym tle, mimo silnych wzrostów, polskie spółki wciąż pozostają tanie wobec swoich wieloletnich średnich, co może przyciągać nie tylko kapitał zagraniczny, ale wspierać stały dopływ środków z PPK, który obecnie kształtuje się na poziomie ponad 400 mln zł miesięcznie i prawdopodobnie w latach 2024-2025 pokryje podaż polskich akcji ze strony OFE w ramach „suwaka” emerytalnego (obecnie ok 700 mln zł miesięcznie).

# Podsumowanie i wyzwania na IV kwartał

Poniżej przedstawiamy Państwu wyniki funduszy z palety Millennium TFI w 2023 r. na tle stóp zwrotu głównych grup aktywów od początku 2023 r.:

## Stopy zwrotu z głównych klas aktywów w 2023 roku



Źródło: JP Morgan

## Millennium TFI – roczne stopy zwrotu w poszczególnych okresach rocznych oraz w 2023 roku

| Millennium FIO/SFIO        | Klasa ryzyka (SRI) | Zalecany okres inwestycji | 2023*  | 2022    | 2021  | 2020  | 2019  | 2018   | 2017  | 2016  | 2015  | 2014   |
|----------------------------|--------------------|---------------------------|--------|---------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|
| FIO Obligacji Klasyczny    | 2                  | 2 lata                    | 8,28%  | 1,34%   | -1,9% | 0,7%  | 1,6%  | 0,7%   | 2,7%  | 2,0%  | 1,2%  | 2,6%   |
| FIO Instrumentów Dłużnych  | 2                  | 2 lata                    | 14,12% | -7,19%  | -7,1% | 3,3%  | 3,5%  | -1,6%  | 4,3%  | -3,1% | 0,8   | —      |
| SFIO Obligacji Globalnych  | 3                  | 2 lata                    | 8,23%  | -2,78%  | 0,8%  | -0,4% | 3,2%  | -3,3%  | 3,5%  | 3,8%  | 1,4%  | 4,2%   |
| SFIO Plan Spokojny         | 2                  | 3 lata                    | 7,18%  | -8,51%  | 0,8%  | 2,5%  | 7,2%  | -6,7%  | 1,5%  |       |       |        |
| FIO Stabilnego Wzrostu     | 3                  | 3 lata                    | 17,81% | -8,63%  | 2,4%  | 7,7%  | 2,2%  | -6,3%  | 4,7%  | 2,4%  | -2,9% | -0,7%  |
| SFIO Plan Wyważony         | 3                  | 3 lata                    | 10,68% | -12,18% | 5,9%  | 4,1%  | 11,6% | -8,5%  | 5,1%  | 1,1%  | 3,5%  | 5,4%   |
| SFIO Multistrategia        | 3                  | 3 lata                    | 19,84% | -8,39%  | 10,6% | 22,9% | 10,6% | -11,3% | -0,3% | -0,8% | 7,7%  | 0,9%   |
| FIO Cyklu Koniunkturalnego | 3                  | 3 lata                    | 21,91% | -11,34% | 9,9%  | 10,8% | 9,9%  | -12,7% | 4,3%  | 2,2%  | -7,3% | -2,5%  |
| FIO Akcji                  | 4                  | 5 lat                     | 38,18% | -16,16% | 18,9% | 0,7%  | 18,9% | -16,4% | 10,6% | 5,2%  | -6,8% | -4,1%  |
| FIO Dynamicznych Spółek    | 4                  | 5 lat                     | 41,14% | -16,79% | 25,9% | 16,7% | 9,9%  | -22,8% | 2,8%  | 13,2% | 10,2% | -10,5% |
| SFIO Plan Aktywny          | 4                  | 5 lat                     | 19,74% | -19,51% | 12,1% | 9,7%  | 23,6% | -15,4% | 13,8% | -0,5% | 7,0%  | 5,0%   |
| SFIO Top Sectors           | 3                  | 5 lat                     | 22,78% | -20,97% |       |       |       |        |       |       |       |        |

\*dane do 29.12.2023

Źródło: Millennium TFI, analizy.pl

Dodatknie stopy zwrotu naszych funduszy w 2023 r. stanowią niemal lustrzane odbicie z roku 2022, co oczywiście cieszy. Nasze założenia z początku minionego roku, a więc pozytywne i selektywne nastawienie do akcji, koncentracja na długu skarbowym, ograniczaniu ryzyka kredytowego, przyniosły pozytywne rezultaty. Z perspektywy czasu możemy też ocenić, że doważanie pozycji na obligacjach amerykańskich w II kwartale okazało się przedwczesne, jednak dzięki konsekwencji, cierpliwości i racjonalnym przesłankom co do rychłego zmiany stanowiska głównych banków centralnych w sprawie polityki monetarnej, decyzja ta była i jest zasadna.



# Millennium TFI – nastawienie do dłużnych klas aktywów w I kwartale 2024 r.

|                             |                                                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|-----------------------------|---------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| (+2)<br>bardzo<br>pozytywne | <b>Dłużne<br/>Nieskarbowe<br/>(IG)<br/>(+1)</b>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>+ Atrakcyjna rentowność ze względu na wysokie stopy procentowe;</li> <li>+ Perspektywa utrzymania atrakcyjności wraz z potencjalnym <i>pivotem</i> Fed i EBC;</li> <li>- Brak poprawy w realnej w gospodarce.</li> </ul>                                                                                                                  |
| (+1)<br>pozytywne           | <b>Dłużne<br/>Nieskarbowe<br/>(HY)<br/>(0)</b>    | <ul style="list-style-type: none"> <li>+ Atrakcyjna rentowność ze względu na wysokie stopy procentowe;</li> <li>+ Perspektywa utrzymania atrakcyjności wraz z potencjalnym <i>pivotem</i> Fed i EBC;</li> <li>- Ryzyko konieczności refinansowania długu przy wciąż wysokich stopach procentowych;</li> <li>- Brak poprawy w realnej w gospodarce.</li> </ul>                    |
| (0)<br>neutralne            | <b>Dłużne<br/>Skarbowe<br/>(PL)<br/>(0)</b>       | <ul style="list-style-type: none"> <li>+ Atrakcyjne poziomy rentowności w Polsce;</li> <li>+ Perspektywy spadku rentowności na rynkach bazowych;</li> <li>- Ryzyko powrotu inflacji w 2024 r. po zakończeniu sztucznego zaniżania cen;</li> <li>- Ograniczone pole do dynamicznych obniżek stóp proc. po ruchach wykonanych w 2023 r.</li> </ul>                                 |
| (-1)<br>negatywne           | <b>Dłużne<br/>Skarbowe<br/>(USA)<br/>(+1)</b>     | <ul style="list-style-type: none"> <li>+ Atrakcyjne rentowności powyżej poziomów inflacji;</li> <li>+ Prawdopodobny koniec cyklu podwyżek stóp procentowych;</li> <li>+ Zbyt optymistyczne oczekiwania rynkowe na ścieżkę obniżek stóp procentowych;</li> <li>- Mocny rynek pracy i ryzyko powrotu inflacji.</li> </ul>                                                          |
| (-2)<br>bardzo<br>negatywne | <b>Dłużne<br/>Skarbowe<br/>(Europa)<br/>(+1)</b>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>+ Niemiecki „Bund” mocno podąża na sentymentem w USA;</li> <li>+ Wyraźny spadek inflacji w Strefie Euro;</li> <li>+ Możliwy szybszy <i>pivot</i> ze strony EBC, niż w USA, w obawie przed recesją w gospodarce;</li> <li>- Uporczywa i wysoka inflacja bazowa.</li> </ul>                                                                 |
|                             | <b>Dłużne<br/>Skarbowe<br/>(EMarkets)<br/>(0)</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>+ Atrakcyjne rentowności obligacji skarbowych na Bałkanach i w Ameryce Południowej;</li> <li>- Perspektywa osłabienia USD wraz z potencjalnymi obniżkami stóp proc. w USA;</li> <li>- Duże uzależnienie od zagranicznych wierzycieli (dług emitowany w walucie obcej);</li> <li>- Ryzyka polaryzacji i napięć geopolitycznych.</li> </ul> |

Źródło: opracowanie własne Millennium TFI

Jednocześnie, opisane w poprzednich rozdziałach warunki rynkowe pozwalają nam zaktualizować nasze podejście do poszczególnych klas aktywów. Ponownie, dla lepszego rozróżnienia potencjalnych kierunków inwestycyjnych zdecydowaliśmy się na rozróżnienie obligacji nieskarbowych, według stopnia związanego z nimi ryzyka: na obligacje z ratingiem inwestycyjnym (tzw. Investment Grade) oraz ryzykowniejsze obligacje wysokodochodowe bez ratingu inwestycyjnego (tzw. High Yield).



## Millennium TFI – nastawienie do akcyjnych klas aktywów w I kwartale 2024 r.

|                             |                                                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|-----------------------------|----------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| (+2)<br>bardzo<br>pozytywne | <b>Akcje<br/>Polskie<br/>(MiŚ)<br/>(+1)</b>        | <ul style="list-style-type: none"> <li>+ Spółki przygotowane na spowolnienie, którego „dołek” już może być za nami;</li> <li>+ Popyt słabszy, ale stabilny ze strony PPK;</li> <li>+ Rozsądny wzrost poparty fundamentami;</li> <li>- Relatywnie mniejsza płynność.</li> </ul>                                                        |
| (+1)<br>pozytywne           | <b>Akcje<br/>Polskie<br/>(Duże spółki)<br/>(0)</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>+ Mimo wzrostów cen, nadal spółki mają atrakcyjne wyceny;</li> <li>+ Słabe dane makroekonomiczne są mocno w cenach;</li> <li>- Narażenie spółek Skarbu Państwa na inicjatywy regulacyjne (tarcze inflacyjne);</li> <li>- Ryzyka geopolityczne z perspektywy zagranicznego kapitału.</li> </ul> |
| (0)<br>neutralne            | <b>Akcje<br/>USA<br/>(0)</b>                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>+ Wciąż relatywnie odporna gospodarka;</li> <li>+ Poprawa premii za ryzyko akcji przy spadających stopach procentowych;</li> <li>- Relatywnie wysokie wyceny spółek na tle akcji globalnych;</li> <li>- Nieznany efekt wyborów prezydenckich w 2024 r.</li> </ul>                              |
| (-1)<br>negatywne           | <b>Akcje<br/>Europa<br/>(0)</b>                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>+ Szansa na pivot EBC;</li> <li>+ Udrożnienie łańcuchów dostaw;</li> <li>- Słabe dane makroekonomiczne, szczególnie w przemyśle;</li> <li>- Konkurencyjność chińskiej motoryzacji w starciu z europejską.</li> </ul>                                                                           |
| (-2)<br>bardzo<br>negatywne | <b>Akcje<br/>Rynki<br/>Wschodzące<br/>(0)</b>      | <ul style="list-style-type: none"> <li>+ Atrakcyjne wyceny spółek;</li> <li>+ Duża niejednorodność gospodarek;</li> <li>- Polaryzacja i napięcia geopolityczne (Chiny – Tajwan, Chiny – USA);</li> <li>- Słabe dane makroekonomiczne z Chin.</li> </ul>                                                                               |

Źródło: opracowanie własne Millennium TFI

Tło rynkowe będzie miało również wpływ na potencjalne kierunkowe **decyzje związane z prowadzonymi przez nas strategiami** w ramach Subfunduszy z palety Millennium TFI. Prezentujemy je na następnej stronie.

## Millennium TFI – potencjalne działania kierunkowe na funduszach

### FIO INSTRUMENTÓW DŁUŻNYCH

- Utrzymanie długiego *duration* portfela na długi polskim i amerykańskim, kierunkowo zwiększanie udziału papierów europejskich.

### FUNDUSZE AKCJI POLSKICH

- Kluczowa selekcja z szerokiego WIG, stopniowe doważanie spółek technologicznych w przypadku pogorszenia danych makroekonomicznych, z akcentem na mWIG i sWIG.

### FIO OBLIGACJI KLASYCZNY

- Utrzymanie przewagi ekspozycji zagranicznej kosztem polskiej oraz utrzymanie niskiego ryzyka kredytowego i *duration*.

### SFIO TOP SECTORS

- Kontynuacja przeważania sektora technologicznego kosztem sektora finansowego i ochrony zdrowia. Wprowadzenie sektora biotechnologicznego w miejsce samochodowego.

### SFIO OBLIGACJI GLOBALNYCH

- Aktywne utrzymywanie umiarkowanego ryzyka kredytowego (obligacje Investment Grade kosztem High Yield); koncentracja na ekspozycji zagranicznej.

### PLAN AKTYWNY

- Utrzymanie szerokiej dywersyfikacji z przeważaniem ekspozycji na rynek amerykański.

### FUNDUSZE MIESZANE

- Koncentracja na stałym dochodzie odsetkowym z części dłużnej, doważenie obligacji amerykańskich; stopniowe zwiększenie alokacji w akcje.

### PLAN SPOKOJNY I WYWAŻONY

- Szeroka dywersyfikacja geograficzna, z utrzymaniem ekspozycji w strategiach opartych o Rynki Rozwinięte. Utrzymanie długiego *duration* w części dłużnej.

W świetle przedstawionych scenariuszy rynkowych na najbliższy kwartał zdecydowanie mocniej, niż w minionym roku, w centrum naszego zainteresowania znajdują się obligacje zagraniczne. Nadal preferujemy obligacje skarbowe, jako klasę aktywów z relatywnie najlepszym stosunkiem zysku do ryzyka. Szczególnie zwracamy uwagę na potencjał ze zmianą cyklu polityki monetarnej w USA i Europie. Jednocześnie pozostajemy neutralni w przypadku polskich obligacji skarbowych, nadal uznając bieżące dostępne dochodowości za relatywnie atrakcyjne dla przyszłych stóp zwrotu.

W przypadku funduszy akcyjnych, na I kwartał zmieniamy nasze nastawienie na zdecydowanie ostrożniejsze – głównie ze względu na ryzyko korekty i realizacji zysków po niezwykle silnych wzrostach w ostatnich miesiącach. Okres ten będziemy wykorzystywać przede wszystkim do selekcji i do właściwej dywersyfikacji sektorowej i geograficznej, w ramach której istotną część stanowić będą tzw. spółki wzrostowe. One bowiem, w środowisku dezinflacyjnym, powinny oferować atrakcyjne stopy zwrotu. Dostrzegamy jednocześnie potencjał na pozostałą część 2024 roku – zarówno na rynku polskim jak i zagranicznych, z akcentem na Rynki Rozwinięte.

Mamy nadzieję, że powyższy materiał przybliżył Państwu nieco naszą optykę na rynki finansowe oraz ujawnił nieco „kuchni” związanej z analizą rynków kapitałowych.

# Następna Stacja: Inwestycje"

– podcasty Millennium TFI

W każdy poniedziałek możecie znaleźć nowy odcinek naszego Podcastu „Następna Stacja: Inwestycje!"

## JESTEŚMY NA:

### Spotify:



<https://open.spotify.com/show/7mt45qcl4rxFaLX3J5CeNY>

### Apple Podcasts:



<https://podcasts.apple.com/pl/podcast/nast%C4%99pna-stacja-inwestycje/id1705638602>

... a docelowo na innych platformach.

- Kanał dedykowany jest dla wszystkich – Klientów, Doradców, potencjalnych, obecnych, początkujących i doświadczonych inwestorów – którzy chcą zgłębiać wiedzę w dziedzinie inwestycji.
- Prócz podstaw będziemy poruszać wiele ciekawych aspektów związanych z funduszami i rynkiem inwestycyjnym.



## Ryzyka związane z inwestowaniem w fundusze

- **Ryzyko branży** – ryzyko związane z zainwestowaniem aktywów w instrumenty i produkty finansowe jednej branży. Brak dywersyfikacji inwestycji pod względem branżowym.
- **Ryzyko kredytowe** – ryzyko niedotrzymania warunków emisji papierów wartościowych przez drugą stronę umowy, m.in. utraty wypłacalności emitenta, skutkująca utratą części aktywów funduszu.
- **Ryzyko krótkookresowych zmian cen** – ryzyko występujące na skutek zmienności nastrojów panujących na rynku wśród inwestorów.
- **Ryzyko kursu walutowego** – dotyczy inwestycji w walucie obcej i jest związane z niepewnością co do kształtowania się przyszłego kursu walutowego.
- **Ryzyko niedopuszczenia papierów wartościowych emitenta** do obrotu na rynku regulowanym.
- **Ryzyko płynności** – ryzyko związane z trudnością ze sprzedażą lub nabyciem instrumentów i produktów finansowych.
- **Ryzyko podatkowe** – ryzyko zmiany przepisów podatkowych.
- **Ryzyko prawne** – ryzyko zmiany przepisów prawnych.
- **Ryzyko rozliczenia** – ryzyko nierozliczenia w terminie transakcji zawartych przez fundusz inwestycyjny, spowodowane m.in. zawodnością systemów informatycznych.
- **Ryzyko rynkowe** – ryzyko związane z koniunkturą rynkową; głównymi czynnikami wrażliwości są m.in. poziom inflacji, stopy procentowej, bezrobocia, deficytu budżetowego.
- **Ryzyko stopy procentowej** – ryzyko niestabilności stóp procentowych.
- **Ryzyko utraty kapitału.**
- **Ryzyko związane z koncentracją aktywów bądź rynków** – ryzyko związane z brakiem dywersyfikacji portfela inwestycyjnego względem poszczególnych aktywów bądź rynków.
- Wysokość opłat.
- Złożoność produktów.



## Zapraszamy do kontaktu z nami!



[www.millenniumtfi.pl](http://www.millenniumtfi.pl)

[www.millenniumtfi.pl/komentarze.html](http://www.millenniumtfi.pl/komentarze.html)



**Millennium**  
fundusze inwestycyjne



**Ważne informacje:** Millennium Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Stanisława Żaryna 2A, 02-593 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000014564, o numerze REGON 011191974, o numerze NIP 526-10-31-858, w pełni opłaconym kapitale zakładowym w wysokości 10.300.000,00 PLN (słownie: dziesięć milionów trzysta tysięcy złotych)(dalej: „Towarzystwo”) prowadzi działalność w zakresie tworzenia i zarządzania funduszami inwestycyjnymi na podstawie zezwolenia udzielonego przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd z dnia 20 listopada 2001 r. (sygn. DFN1-4050/22-24/01) oraz podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Niniejszy materiał nie stanowi świadczenia usługi doradztwa prawnego, finansowego, podatkowego, a także usługi zarządzania portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych oraz usługi doradztwa inwestycyjnego ani rekomendacji jak również usługi oferowania instrumentów finansowych oraz nie ma na celu promowania bezpośrednio lub pośrednio nabycia lub objęcia instrumentów finansowych lub zachęcania, bezpośrednio lub pośrednio, do ich nabycia lub objęcia.

Subfundusze Millennium (z wyłączeniem Millennium Specjalistycznego Funduszu Inwestycyjnego Otwartego) mogą inwestować powyżej 35% wartości swoich aktywów w papiery wartościowe, których emitentem, poręczycielem lub gwarantem są: Skarb Państwa, NBP, państwo członkowskie UE, jednostka samorządu terytorialnego państwa członkowskiego UE, państwo należące do OECD lub międzynarodowa instytucja finansowa, której członkiem jest Polska lub co najmniej jedno państwo członkowskie UE.

Przed podjęciem ostatecznych decyzji inwestycyjnych należy zapoznać się z Prospektem informacyjnym funduszy oraz Kluczowymi Informacjami oraz informacją dla klienta AFI, które są dostępne w języku polskim na stronie internetowej Towarzystwa pod adresem <https://millenniumtfi.pl/dokumenty.html>, w zakładce „Dokumenty” (odpowiednio w zakładce „Prospekty”, „Kluczowe Informacje” oraz „Informacje dla Inwestora”).

Inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykiem utraty kapitału. Subfundusze zarządzane przez Towarzystwo, w zależności od przyjętej polityki inwestycyjnej mogą inwestować część lub większość swoich aktywów w akcje. Wartość aktywów netto Subfunduszy cechuje się lub może cechować się dużą zmiennością ze względu na skład portfeli inwestycyjnych. Subfundusze nie gwarantują osiągnięcia celów inwestycyjnych, ale dołożą najlepszych starań, aby je osiągnąć. Środki zainwestowane w Subfundusze nie są objęte systemem gwarantowania Bankowego Funduszu Gwarancyjnego.

Zaprezentowane materiały służą jedynie celom informacyjnym i nie stanowią oferty. Wszelkie prawa autorskie do materiału przysługują wyłącznie Towarzystwu. Informacje zawarte w materiale są dobierane zgodnie z najlepszą wiedzą jego autorów i pochodzą ze źródeł uznawanych za wiarygodne, jakkolwiek autorzy nie gwarantują ich dokładności i kompletności.

Niniejszy materiał ma charakter reklamowy.