

# CZY 2023 R. BYŁ WYJĄTKOWY?

## Z pamiętnika Głównego Analityka



PROPERTY & CAPITAL  
ADVISORS

Miał być to rok naznaczony piętnem recesji, a giełdy po krótkiej korekcie w górę powinny były wznowić trend spadkowy. Tak miało to wyglądać według wielu analityków banków inwestycyjnych. Fraza o utrzymaniu stóp procentowych na wysokim poziomie przez długi czas wciąż przewijała się przez serwisy ekonomiczne. A przed posiedzeniami FEDu można było od tych opowieści o stopach procentowych dostać nudności. Owe wysokie stopy procentowe stały się w końcu jakimś fetyszem, którym wymachiwano przy byle okazji. Co pewien czas ogłaszano, że recesja jest tuż, tuż, za rogiem, i za chwilę ukaże swoje straszne oblicze. Jeśli ktoś musi już inwestować, to niech postępuje wyjątkowo zachowawczo. Wszyscy się pomylili, bo giełda nie ma w zwyczaju wsłuchiwać się w rozważania nawet najbardziej renomowanych analityków. I nawet kolejny konflikt zbrojny, tym razem w Palestynie, nie zdołał zaszkodzić dalszym wzrostom.

### Dlaczego tak się stało? Dlaczego rynek zignorował wszystkie te ostrzeżenia?

Bo rynek skupił swoją uwagę na zupełnie czymś innym. Inwestorzy dość prędko doszli do wniosku, że stopy procentowe wzrosły w tak szybkim tempie i do tak wysokiego poziomu, że dalsza ich progresja jest mało prawdopodobna. Wobec tego natychmiast skupiono uwagę przede wszystkim na tym, kiedy ów Fed zamierza dokonać zwrotu w swojej restrykcyjnej polityce monetarnej. To w zupełności wystarczyło, ażeby **rynki utrzymały dalej trend wzrostowy, a wsparciem dla nich była sukcesywnie spadająca, z miesiąca na miesiąc, dynamika inflacji i rentowności obligacji skarbowych**. Resztę spraw ekonomicznych potraktowano jako zwyczajne tło. Równolegle, w postaci AI, znaleziono sobie odpowiedni lejtmotyw, na którym można dalej skutecznie rozgrywać hossę. Wykorzystano do tego celu największe spółki z sektora IT (Microsoft, Google, Nvidia, AMD, Apple, Meta, Salesforce, Adobe), które pociągnęły cały rynek w górę.

Wniosek z tego taki, by zawsze starać się odnaleźć ów główny temat, który posiada odpowiednią moc pozwalającą nadać giełdzie dynamikę. Jeśli utrwali się on wystarczająco głęboko w świadomości inwestorów, to zostanie tam zapewne na dłużej i będzie bardzo trudno wybić go z głowy. Nie opłaca się wtedy grać przeciwko takiemu trendowi, bo może skończyć się to bolesnymi stratami.

Pamiętaj o tym, że indeksy giełdowe także są wskaźnikami koniunktury i to jednymi z najlepszych, bowiem odnoszą się nie tylko do teraźniejszości, ale i do przyszłości. A po drugie, są w nich zaangażowane realne pieniądze, a to robi już kolosalną różnicę.

## Jak odkryć prawdę?

Wciąż zadziwiają mnie niewyczerpane zasoby wiary w zdolności profetyczne analityków zajmujących się rynkami finansowymi. Przeglądając raporty publikowane na przełomie roku przez renomowane banki inwestycyjne, natknąłem się na taką oto frazę:

***Rzadko kiedy inwestycyjny krajobraz był tak nieprzewidywalny jak dzisiaj.***

W zdaniu tym ukryta jest dodatkowa aluzja, będąca dla nas niejako podpowiedzią, którą nie tak od razu można zauważyć. Jest ona bowiem dopełnieniem przedstawionej tam myśli. I dopiero po wgłębieniu się w sens tego zdania będziemy w stanie ją odnaleźć. Bo, czy poprzez tak zredagowane zdanie, ktoś nie próbuje wmówić nam jakoby poprzednie lata były bardziej przewidywalne? Przecież nie od dzisiaj wiadomo, że każdy rozpoczynający się rok jest tak samo nieodgadniony jak poprzedni. To, że w ostatnim czasie pojawiły się nowe dramatyczne



okoliczności w postaci lokalnych wojen (na razie lokalnych), podnoszące poziom niepewności, nie zmienia tego, iż przyszłość jest zawsze zupełną niewiadomą. Zaś miejscowe wojny i konflikty zbrojne, owszem, rodzą pewien niepokój, ale jeśli nie dotyczą nas bezpośrednio, to po jakimś czasie tracą swoją informacyjną moc i stają się jednym z wielu newsów. Żyjemy w czasach, które są wręcz naznaczone potopem informacji i ich postępującą banalizacją. Jest dzisiaj tego tak dużo, że masz już trudność z logicznym łączeniem faktów. Twój umysł nie radzi sobie z przetwarzaniem tak ogromnej ilości informacji i dlatego broniąc się przed tą powodzią przestawił się jedynie na odbiór bez jakiegokolwiek pogłębionej analizy bądź refleksji, bo na nią nie wystarcza po prostu czasu. Ponadto, ten nieustannie wibrujący strumień wiadomości, zawiera w sobie przeogromną porcję propagandy i manipulacji i kreuje przed twoimi oczami rzeczywistość, która zwyczajnie nie istnieje. Dotyczy to polityki, geopolityki, ekonomii, a także sfery obyczajowej. Jednakże ten fałszywy, wykreowany świat, oglądany w krzywym zwierciadle, skutecznie wywiera wpływ na to jak odbierasz świat realny.

Czy można przed tą zakłamaną zborowością jakoś się obronić? Na całe szczęście odpowiedź jest pozytywna, a sposób dość łatwy do zastosowania, aczkolwiek będzie wymagał od ciebie nieco wysiłku, którego celem jest przełamanie dotychczasowych przyzwyczajzeń, będących według Arystotelesa poniekąd drugą naturą. I dlatego w pozbyciu się tych przyzwyczajzeń upatruję właśnie największe wyzwanie.

## Zachowanie balansu w świecie informacji

Ale do rzeczy. By móc zachować właściwy dystans wobec tego wszystkiego, co się wokół ciebie dzieje, a dotyczy to również twojego środowiska zawodowego, zacznij przywiązywać coraz mniejszą uwagę do tego, co słyszysz i widzisz (filmy, zdjęcia, obrazy) w przestrzeni medialnej, a coraz większą wagę przywiązuj do pojawiających się faktów.

Wydarzenia bowiem są w swojej naturze obiektywne. O czymś, co się stało nie można powiedzieć, że się nie stało. Pod jednym wszakże warunkiem, polegającym na tym, że jesteś w stanie zweryfikować prawdziwość owego wydarzenia. Jeśli nie możesz tego zweryfikować, daj sobie z tym spokój. W tym miejscu wypada zamieścić jeszcze krótką uwagę. Od wydarzeń należy oddzielić wszelkie komentarze na ich temat, bowiem mogą one zawierać podpowiedź (manipulację), w jaki sposób masz owo wydarzenie interpretować.

## Opinia a rzeczywistość rynkowa

Nakładając ten sposób postępowania na rynki finansowe bardzo szybko oczyścimy swoje analizy z niepotrzebnych komentarzy dostępnych od ręki w serwisach internetowych. Opinie wyrażane przez analityków na temat publikowanych informacji ekonomicznych, czy to pozytywne, czy negatywne, nie mają dla giełdy doprawdy żadnego znaczenia. Nierzadko zresztą zdarza się, że dla przyciągnięcia uwagi zamieszcza się najbardziej szokujące i absurdalne wypowiedzi. Dlatego też nie ma sensu przywiązywać jakkolwiek uwagę do takich publikacji. Za przykład niech posłuży nam ubiegły



rok 2023. Wystarczy przypomnieć sobie, że analitycy amerykańskiego Citi Private Banku przez cały ten rok, gdy rynki rosły, trzymali się kurczowo swojego neutralnego nastawienia i dopiero w grudniu 2023 r. zmienili je na pozytywne. Zresztą nie tylko oni. Prawie cała tzw. **Wall Street obawiała się nadejścia recesji, a dzisiaj wspomina jedynie o miękkim lądowaniu.** Z tej to przyczyny sugerowano przez cały czas ostrożne podejście, zalecając inwestorom tzw. defensywne sektory, na przykład ochronę zdrowia, sektor użyteczności publicznej oraz wielkie uznane firmy o solidnych finansach. Tymczasem rynek ostentacyjnie zakupił sobie z tych zachowawczych i ostrożnych rekomendacji i to pomimo dość poważnego kryzysu na wiosnę tamtego roku. Kryzysu, który przetoczył się przez sektor banków regionalnych w USA i który doprowadził do kilku widowiskowych bankructw.

W ubiegłym roku Giełda zachłysnęła się tzw. sztuczną inteligencją i na tym entuzjazmie wyniosła pod nieboskłon niektóre spółki z sektora IT. W tej pierwszej fazie euforii najbardziej zyskały firmy zajmujące się półprzewodnikami, a teraz w kolejce czekają już firmy softwarowe. Jak to się miało do wcześniejszych zapowiedzi dotyczących 2023 r.? Odpowiedź na to pytanie jest jedna: nijak. Ale kto mógł wtedy wiedzieć, że tak właśnie sprawy się potoczą? Właśnie, kto? NIKT. Otóż to, w tym cały kłopot, że nie znaleziono dotąd sposobu na to, żeby taki bieg wypadków móc przewidzieć. Ale mimo naszej niezdolności do odgadnięcia, w którym kierunku spawy się potoczą, wskazane jednak jest reagować zdecydowanie na sygnały płynące wprost z samej giełdy i nie upierać się przy swoim odwracając wzrok, gdy rynek woła do ciebie na cały głos: Tutaj jestem!

Spójrzmy zatem, jakie to pytania na początku tego roku zadają sobie analitycy banku Merrill Lynch BofA i jak na nie odpowiadają.

- **Czy USA unikną recesji w 2024 r. ?**

Wierzmy, że tak. Szeroki konsensus opowiada się za umiarkowanym realnym wzrostem, któremu towarzyszyć będzie obniżająca się dynamika inflacji, w miarę zdrowy rynek pracy, rosnące realnie wynagrodzenia oraz wydatki na inwestycje. Ze względu na to, że wzrost nie będzie zanadto imponujący oczekuje się, że **FED rozpocznie cykl obniżek stóp procentowych już w marcu 2024 r.** Ale jeśli amerykański konsument straci ochotę do nabywania coraz większej ilości dóbr i usług, to za chwilę odczuje to również rynek pracy i nieruchomości komercyjne oparte na kredycie i wtedy mogą pojawić się zwiastuny recesji.

Chyba każdy zauważył, że jest to odpowiedź z tych w rodzaju: „albo spadnie deszcz albo nie spadnie”.

- **Czy FED poskromił już inflację?**

Jeszcze nie. Ale poczynił w tym zakresie zauważalne postępy. Ostatnia mila, czyli sprowadzenie inflacji do 2% będzie najtrudniejsza. Na tym odcinku mogą pojawić się niespodzianki (cóż za odkrycie, że może pojawić się coś niespodziewanego!), na przykład w postaci: geopolityki, odczuwalnego wzrostu cen ropy naftowej, kosztów najmu, kosztów pracy.

- **Czy wszystkie pozytywne informacje możemy uznać za uwzględnione w wycenach, szczególnie jeśli weźmiemy pod uwagę wzrosty zarówno na rynkach akcji jak i obligacji w ostatnim kwartale ubiegłego roku?**

Nie, bowiem mogą zdarzyć się pozytywne zaskoczenia w geopolityce, w gospodarce, zyskach spółek, inflacji. A ponadto w funduszach pieniężnych jest odłożonych około 6 bilionów dolarów. Według analityków pieniądze te są dla rynku akcji niczym proch strzelniczy podobnie jak spadające stopy procentowe i rentowności obligacji.

- **Czy relacje pomiędzy USA a Chinami w 2024 r będą słodkie czy gorzkie?**

Odpowiadając na to pytanie analitycy stwierdzają, że relacje te będą i takie, i takie. Ale mają także nadzieję, iż ze względu na dość silne powiązania handlowe obu stron, wzajemne relacje ostatecznie się ustabilizują.

- **Czy Chiny podzielą los Japonii z lat 90-tych, kiedy to po bańce na rynku nieruchomości przez kolejne dwadzieścia kilka lat Japonia tkwiła w stagnacji?**

Analitycy sugerują nam, że nie. Pomimo wielu problemów nękających chińską gospodarkę, takich jak: kryzys rynku nieruchomości, stagflacja, starzenie się społeczeństwa, rosnące zadłużenie prywatne i publiczne i dość słaba odpowiedź władz na te wyzwania, liczą oni że w 2024 r. dojdzie do bardziej zdecydowanych kroków pozwalających na odwrócenie tych niekorzystnych tendencji. Chińskie władze rzeczywiście zdają sobie sprawę, iż dotychczasowy model wzrostu wyczerpał swoje zasoby i przestał działać w dzisiejszych warunkach. Ale ze względu na coraz większą ingerencję władz w procesy gospodarcze, znalezienie odpowiedniego modus operandi nastrocza chińczykom ogromnych problemów.

Lekarstwem na te niedomagania ma być wspieranie **popytu wewnętrznego, który w Chinach odpowiada za około 40% PKB zaś w USA poziom ten wynosi ponad 70%**.

Dlatego analitycy oczekują, że w 2024 r. dojdzie prawdopodobnie do większego zaangażowania ze strony polityki fiskalnej i monetarnej wspierającej chińskiego konsumenta. Pytanie, czy owe zabiegi przyniosą oczekiwane rezultaty pozostaje otwarte.

- **Czy kampania prezydencka w USA będzie miała wpływ na giełdy?**

Listopadowe wybory prezydenckie w USA i związana z nimi ostra kampania mogą zasiać większą niepewność wśród inwestorów i tym samym przyczynić się do podwyższonej zmienności na rynkach. Co w tej sytuacji radzą analitycy? Proponują wywołane wydarzeniami politycznymi spadki na giełdach wykorzystać do zakupów akcji. Według nich oddziaływanie polityki i wyborów prezydenckich na giełdy jest zazwyczaj krótkotrwałe. O wiele silniej wpływają na nie dane ekonomiczne i prognozowane zyski spółek.

- **Jak wydarzenia geopolityczne wpłyną na krajobraz inwestycyjny w 2024 r.?**

Geopolityka jest znaczącą, aczkolwiek kołyszającą się zmienną, która od czasu do czasu oddziałuje na nastroje inwestorów. Wiele zależy od tego, jakie jest natężenie i ranga międzynarodowych wydarzeń. Obecnie mamy poważne konflikty zbrojne na Ukrainie i w Palestynie. Szczególnie ten na Bliskim Wschodzie posiada potencjał, by rozniecić ogień w całym regionie. Do tego należy dodać jeszcze napięte stosunki amerykańsko-chińskie, które będą najprawdopodobniej eskalować. Tajwan jest w tym przypadku najistotniejszym aktywem ze względu na osiadłych tam producentów półprzewodników, których waga w światowym przemyśle IT jest niebagatelna.

W tych warunkach analitycy zalecają zdywersyfikowany portfel aktywów poprzez: spółki sektora zbrojeniowego, cybersecurity, a także twarde aktywa takie jak miedź, ropa naftowa i gaz. Zapamiętaj, że gdy idzie o geopolitykę, to nigdy do końca nie dowiesz się o co naprawdę chodzi.

W tym miejscu wypada ponownie zacytować Arystotelesa, który stwierdził, że prawdziwa wiedza to znajomość przyczyn. Zatem nie odkryjesz prawdy, nie znając przyczyn.

- **Czy efekt tzw. sztucznej inteligencji (AI) stanie się w końcu realny w 2024 r.?**

Ten rok powinien pokazać realne zastosowanie AI w takich sektorach jak: edukacja, ochrona zdrowia i przemysł. Wdrożenie rozwiązań opartych na AI będzie następowało zapewne stopniowo i przygotujmy się również na porażki.

Podniecenie towarzyszące AI jest ogromne i prawdę mówiąc coraz bardziej przypomina to jakąś nagonkę na polowaniu. Kategoryczne stwierdzenia w rodzaju: „rewolucja” i „przełom” oraz im podobne wzbudzają we mnie autentyczne wątpliwości, bowiem natychmiast przypominam sobie jaką gorączka zapanowała, gdy pojawił się tzw. blockchain, który także miał być rewolucją, a wysyp różnego rodzaju „-techów”, czyli fintechów, healthtechów, edtechów, proptechów, itp. przyprawiał o zawrót głowy. Dzisiaj na temat blockchaina panuje błoga cisza. Zgiełk ucichł i jedynie notowania bitcoina potrafią skupić na sobie jakąś uwagę.

Dlatego lepiej nie ulegać wątpliwym ochom i achom nad AI, dopóki nie zobaczysz naprawdę jej praktycznego zastosowania, przy czym innego od pospolitego redagowania tekstów i obrazków.

**PS** W wolnym czasie między świętami a nowym rokiem zastanawiałem się nad tym, dlaczego tak wielu analityków wciąż myli się w swoich ocenach dotyczących giełdy. I wydaje mi się, że znalazłem do pewnego stopnia wyjaśnienie tego fenomenu. Otóż, zrozumienie giełdy, jak również złożonych zjawisk ekonomicznych, jest ciągłym procesem, który nigdy się nie kończy. Nie sposób tego zrobić jeden raz i już, i potem powiedzieć, że od teraz wiem wszystko. Uczenie się giełdy trwa przez całe życie i dopiero pod jego koniec zaczynamy coś niecoś rozeznawać. Powiem nawet więcej, po wielu latach wyrabiamy w sobie dodatkowy zmysł powalający nas, bez głębszego analizowania, prawidłowo odczytywać sygnały wysyłane przez giełdę. Jak powstaje taki zmysł, jest nieodgadnioną tajemnicą.

Ale przyznać należy, że często działa bardzo sprawnie i dokładnie. Idąc dalej tym tropem, możemy stwierdzić, że ci sędziwi inwestorzy, którzy zdołali osiągnąć ów zmysł i pojmują na czym polega giełda i jak się w niej odnaleźć, są w zdecydowanej mniejszości i mało kto ich dzisiaj słucha. Natomiast wszyscy słuchają i cytują najczęściej tych, którzy dopiero zdobywają odpowiednie szlify, ale to nie przeszkadza im, by mieć w temacie giełdy najwięcej do powiedzenia. Ale najciekawszą chyba konstatacją jest to, że zjawisko dodatkowego zmysłu, który wyrabiamy w sobie przez wieloletnią praktykę, nie odnosi się jedynie do giełdy, ale dotyczy każdego uprawianego przez długi czas zawodu.



### ZESTAWIENIE STÓP ZWROTU Z WYBRANYCH INDEKSÓW W OKRESIE

INDEKS	1 M	3M	6M	12M	36M	60M
<b>Portfel Modelowy</b>	4,42%	8,41%	11,05%	15,79%	26,02%	59,41%
WIG	5,65%	19,97%	16,61%	36,54%	37,59%	36,00%
WIG20	5,77%	22,31%	13,72%	30,75%	18,10%	2,91%
MWIG40	4,46%	17,20%	19,23%	39,26%	45,48%	47,98%
SWIG80	6,56%	10,79%	5,54%	30,91%	42,30%	116,67%
DAX	3,31%	8,87%	3,74%	20,31%	22,11%	58,65%
SP500	4,42%	11,24%	7,18%	24,23%	26,99%	90,27%
XAUPLN	-0,30%	0,54%	3,99%	1,62%	14,47%	69,17%

Źródło: opracowanie własne, dane aktualne na dzień 31.12.2023 r.



**Autor: Jarosław Kostrzewa**  
**Główny Analityk Rynku Kapitałowego**  
**w Property & Capital Advisors**