



## **Komentarz miesięczny**

Zarządzającego Funduszami Investors TFI

**Jarosław Niedzielewski**

Dyrektor Departamentu Inwestycji

Luty 2023 r.

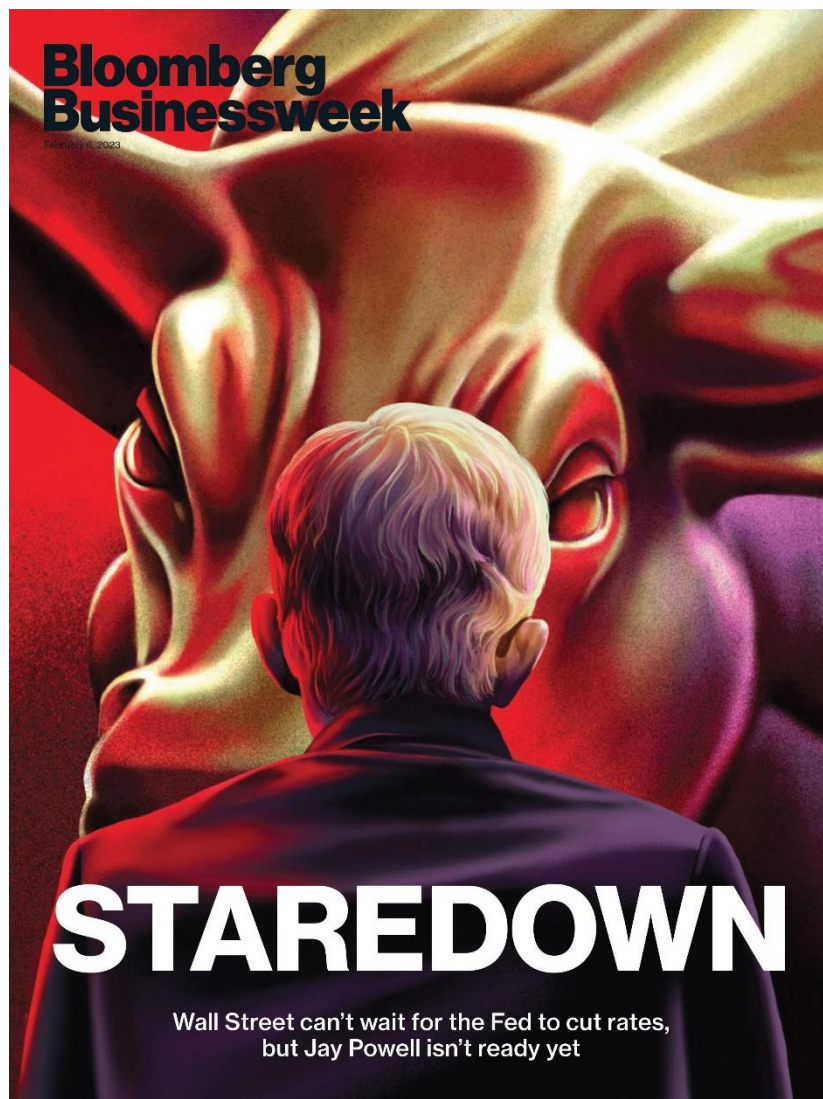


## Podsumowanie

- ✦ Do końca stycznia wydawało się, że rynki finansowe dokonują właśnie rozrachunku z ubiegłoroczną przeceną. Najmocniej dotknięte nią aktywa odrabiały straty, zostawiając w tyle nielicznych zwycięzców 2022 roku. Solidne wzrosty były udziałem zarówno akcji, jak i obligacji. W pierwszej połowie lutego dane napływające z gospodarek, ze szczególnym uwzględnieniem silnego rynku pracy, spowodowały, że rynek obligacji jako pierwszy zaczął tracić nadzieję na szybkie odrobienie strat po niemal dwóch latach spadków.
- ✦ Prawdziwa hossa na rynku długu miała być związana z recesyjnym spadkiem inflacji. Jak na razie jednak recesja przyjmuje zdecydowanie bezobjawową postać. Co więcej, w ostatnich tygodniach praktycznie na całym świecie (a szczególnie w Europie, która miała najdotkliwiej odczuć skutki dekonunktury) zaczęto podwyższać tegoroczne prognozy wzrostu gospodarczego. W rezultacie zarówno w USA, jak i w Niemczech rentowność długoterminowych obligacji powróciła do poziomu z początku roku (w Polsce jest na dobrej drodze by tego dokonać). Drogi inwestorów na rynkach akcji i obligacji, tak mocno zbieżne w ubiegłym roku, zaczęły się nieco rozchodzić.
- ✦ Czynniki, które przerwały dobrą passę na rynku długu, czyli zanikające widmo prawdziwej recesji, siła rynków pracy na całym świecie, nadzieje związane z otwarciem chińskiej gospodarki oraz postępująca dezinflacja (w zwolnionym tempie), przyczyniły się za to do wyraźnej poprawy nastojów na rynkach akcji. Wskaźniki sentymentu dla inwestorów z USA znalazły się właśnie na poziomach z końca 2021 roku.
- ✦ Nadal brak znamion nadejścia dwóch głównych czynników definiujących prawdziwą recesję – istotnego spadku nominalnych zysków spółek i wyraźnego wzrostu bezrobocia. Zyski raportowane za ostatni kwartał ubiegłego roku przez spółki z USA, Europy czy Japonii są niewiele niższe od rekordów z przełomu lat 2021/22. Ten trend śladowego w gruncie rzeczy spadku dynamiki wyników ma być kontynuowany jeszcze w pierwszej połowie tego roku, po czym konsensus rynkowy zakłada poprawę wyników, a cały 2023 rok firmy notowane na głównych giełdach mają zakończyć zyskami zbliżonymi do ubiegłorocznych.
- ✦ W przeciwieństwie do wielu spółek, które przynajmniej zaczęły (choć bez przekonania), korygować rekordowe osiągi z czasów pandemicznej prosperity, globalny rynek pracy nawet nie drgnął. Poza firmami z Doliny Krzemowej, które nie ustają w ścinaniu zatrudnienia, inne branże nie rozpoczęły jeszcze cięcia kosztów. Pytanie, czy zanim zostaną do tego zmuszone, przemysł, transport i handel znowu odżyją (np. dzięki Chinom) pozostaje otwarte. Odpowiedź na nie pozwoliłaby zdefiniować charakter trwających od października wzrostów. Czy są jedynie pułapką hossy, czy może czymś więcej? Sam rynek udzieli zapewne odpowiedzi na to ostatnie pytanie już niebawem.

## Komentarz miesięczny: Luty 2023

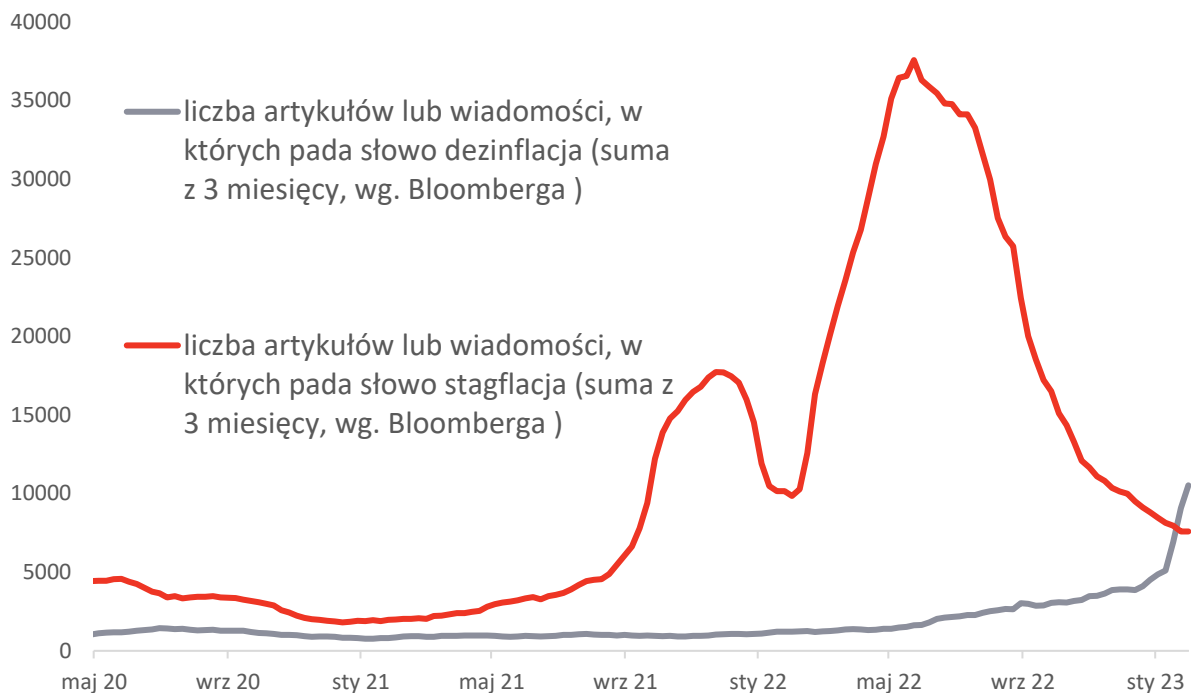
Dokonania rynków akcji w pierwszych tygodniach tego roku pozwoliły inwestorom na szybkie przepracowanie ubiegłorocznej traumy. Zarówno wśród zarządzających funduszami, jak i drobnych graczy, nastroje wyraźnie się poprawiły. Ubiegłoroczna bessa staje się mglistym wspomnieniem, biorąc pod uwagę bliskość historycznych rekordów na giełdach w Paryżu i we Frankfurcie. Jeśli to w ogóle była bessa. Recesja, która miała ogarnąć cały świat w pierwszej połowie roku, widoczna jest tylko na ekranach komputerów. W realnym świecie nikt jeszcze jej nie widział. Zyski firm w tym roku wciąż mają być bliskie szczytowym osiągnięciom z ubiegłego roku, a rynek pracy nawet na chwilę nie przestaje zadziwiać swoją siłą. Z jednej strony mamy nieskalany wzrostem bezrobocia proces dezinflacji, ale z drugiej coraz mniejszą szansę na obniżki stóp przez banki centralne jeszcze w tym roku.



Do końca stycznia wydawało się, że rynki finansowe dokonują właśnie rozrachunku z ubiegłoroczną przeceną. Najmocniej dotknięte nią aktywa odrabiały straty, zostawiając w tyle nielicznych zwycięzców 2022 roku. Solidne wzrosty były udziałem zarówno akcji, jak i obligacji. W pierwszej połowie lutego dane napływające z gospodarek, ze szczególnym uwzględnieniem silnego rynku pracy, spowodowały jednak, że rynek obligacji jako pierwszy zaczął tracić nadzieję na szybkie odrobienie strat po niemal dwóch latach spadków.

Prawdziwa hossa na rynku długu miała być związana z recesyjnym spadkiem inflacji. Jak na razie jednak recesja przyjmuje zdecydowanie bezobjawową postać. Co więcej, w ostatnich tygodniach zaczęto podwyższać tegoroczne prognozy wzrostu gospodarczego praktycznie na całym świecie, a szczególnie w Europie, która miała najdotkliwiej odczuć skutki dekonunktury. Dlatego obecnej dezinflacji przypięto łątkę niepokalanej, czyli nieskalanej faktycznym wzrostem bezrobocia, który sam szef Fed uznawał niedawno za niemal nieodzowną konsekwencję walki o obniżenie inflacji. W konsekwencji, drogi inwestorów na rynkach akcji i obligacji, tak mocno zbieżne w ubiegłym roku, zaczęły się nieco rozchodzić (wykresy 1-5).

**Wykres 1: Stagflacja została ostatnio zdetronizowana przez dezinflację jako istotny temat zajmujący inwestorów.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

5 minute read - February 2, 2023 8:40 PM GMT+1 - Last Updated 13 days ago

# Explainer: The Fed says disinflation is welcome. What is that, exactly?

By Ann Saphir

<https://www.reuters.com/markets/us/fed-says-disinflation-is-welcome-what-is-that-exactly-2023-02-02/>

## Jerome Powell mentioned 'disinflation' 15 times in his Fed Q&A this week. Here's how that could guide markets.

RYAN HOGG | FEB 5, 2023, 18:23 IST



<https://www.businessinsider.in/stock-market/news/jerome-powell-mentioned-disinflation-15->

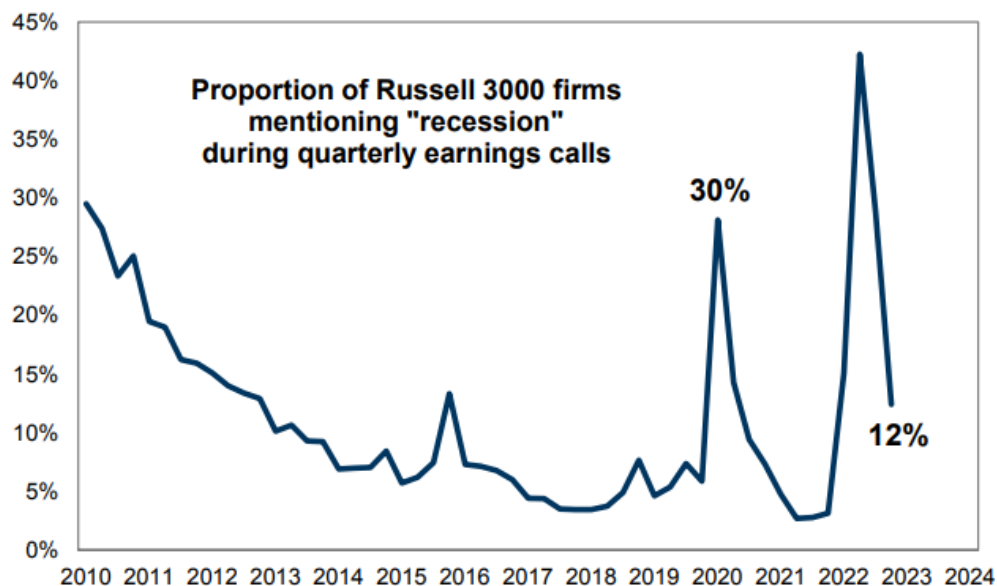
**Wykres 2: Patrząc z globalnej perspektywy, inflacja przestała zaskakiwać inwestorów. Za to stan gospodarki okazuje się nieco lepszy w porównaniu z pesymistycznymi zapowiedziami.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 3: Podczas obecnego sezonu wynikowego firmy w USA w mniejszym stopniu niż wcześniej odnoszą się do recesji.**

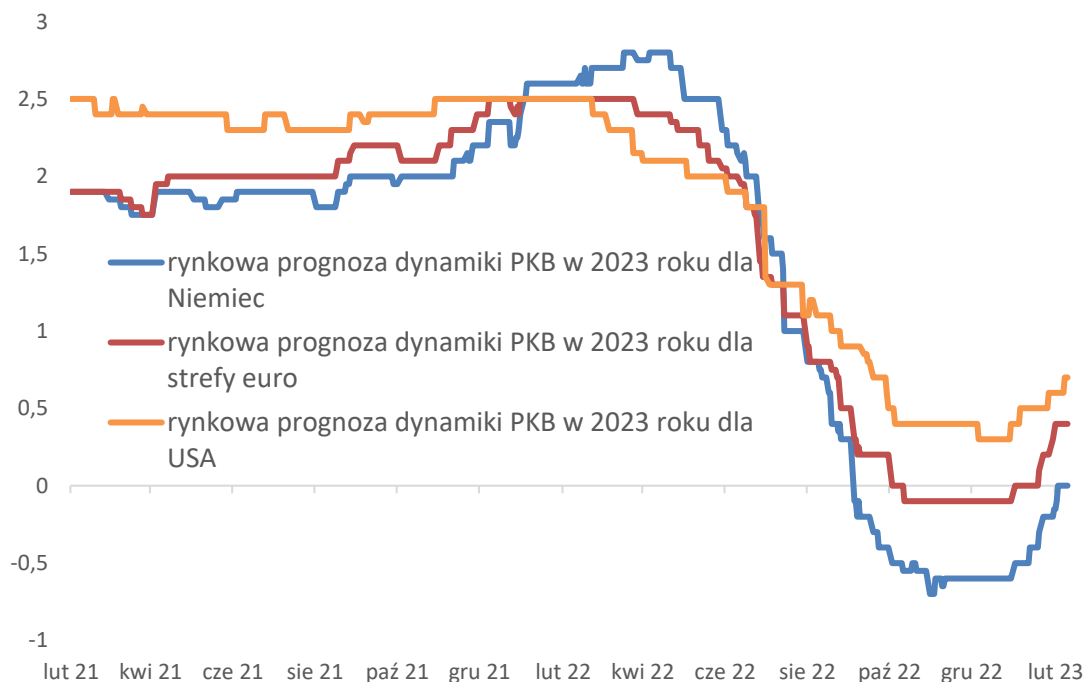
**Exhibit 2: The proportion of firms mentioning "recession" in quarterly earnings calls has fallen from its peak as of 4Q 2022**



Source: Goldman Sachs Global Investment Research

źródło: Goldman Sachs

**Wykres 4: W ostatnich tygodniach prognozy wzrostu gospodarczego w 2023 roku zostały podwyższone. Recesja nie ma być wcale taka straszna.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

5 minute read · January 31, 2023 3:10 AM GMT+1 · Last Updated 24 days ago

# IMF lifts 2023 growth forecast on China reopening, strength in U.S., Europe

By David Lawder and Xinghui Kok

<https://www.reuters.com/markets/imf-lifts-2023-growth-forecast-china-reopening-strength-us-europe-2023-01-31/>

OPINION

## Wonking Out: From Stagflation to 'Immaculate Disinflation'

Feb. 10, 2023

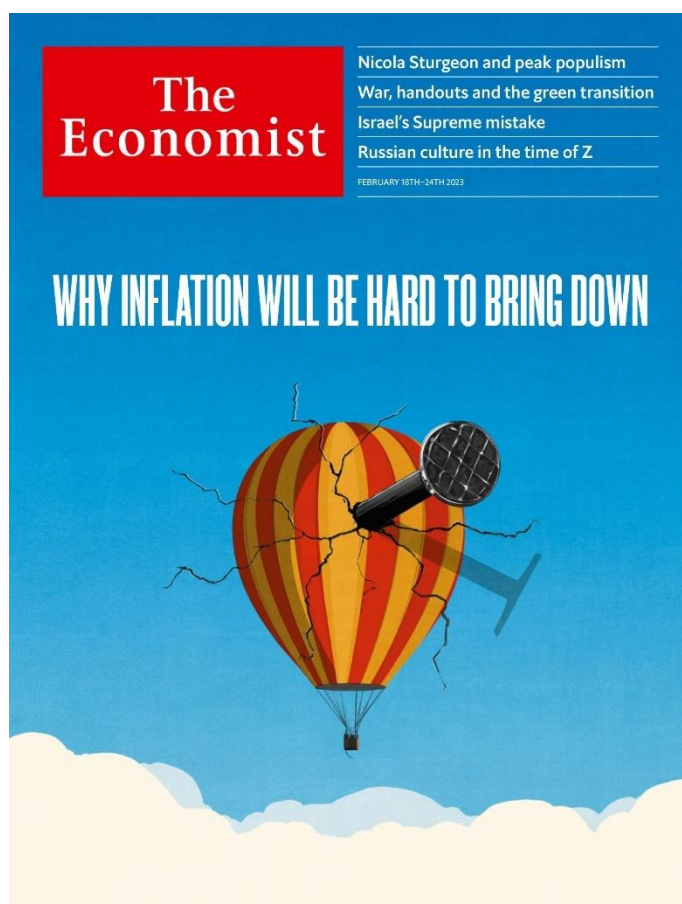
<https://www.nytimes.com/2023/02/10/opinion/inflation-unemployment.html>

CENTRAL BANKS RESEARCH

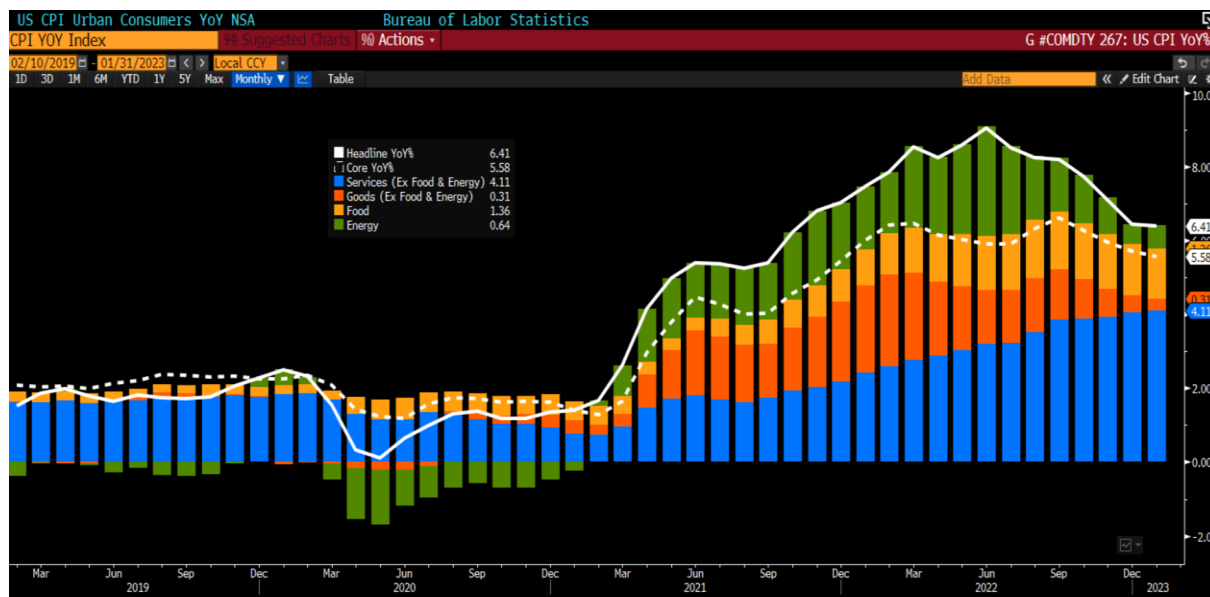
## Fed's Powell May Have Bought Into 'Immaculate Disinflation' Scenario

Feb. 8, 2023 10:09 am ET | WSJ PRO

<https://www.wsj.com/articles/feds-powell-may-have-bought-into-immaculate-disinflation-scenario-11675868956>



**Wykres 5: Dezinflacja postępuje, ale wolniej niż chcieliby inwestorzy. Bez prawdziwej recesji, czyli wzrostu bezrobocia, trudno oczekiwać szybkiego spadku presji inflacyjnej.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Bez prawdziwej recesji łatwiej jest usprawiedliwić odreagowanie na rynkach akcji niż szybkie odrabianie strat na obligacjach skarbowych. Bez tradycyjnej, objawowej recesji trudno jest zakładać, że tuż po zakończeniu cyklu podwyżek (który przecież wciąż jeszcze trwa) Fed i EBC już w tym roku przystąpią do obniżania stóp procentowych. Przeświadczenie, że tak właśnie się stanie, żywione na rynku długu w USA jeszcze w drugiej połowie stycznia, właśnie znacząco się zmieniło. Docelowa stopa procentowa Fed w obecnym cyklu, po dotarciu do 5,25% w maju (bądź 5,5% w czerwcu), ma utrzymać się na tym poziomie do końca roku (wykresy 6-7). W rezultacie zarówno w USA, jak i w Niemczech, rentowność długoterminowych obligacji powróciła do poziomu z początku roku (w Polsce jest na dobrej drodze by tego dokonać) (wykresy 8-9).

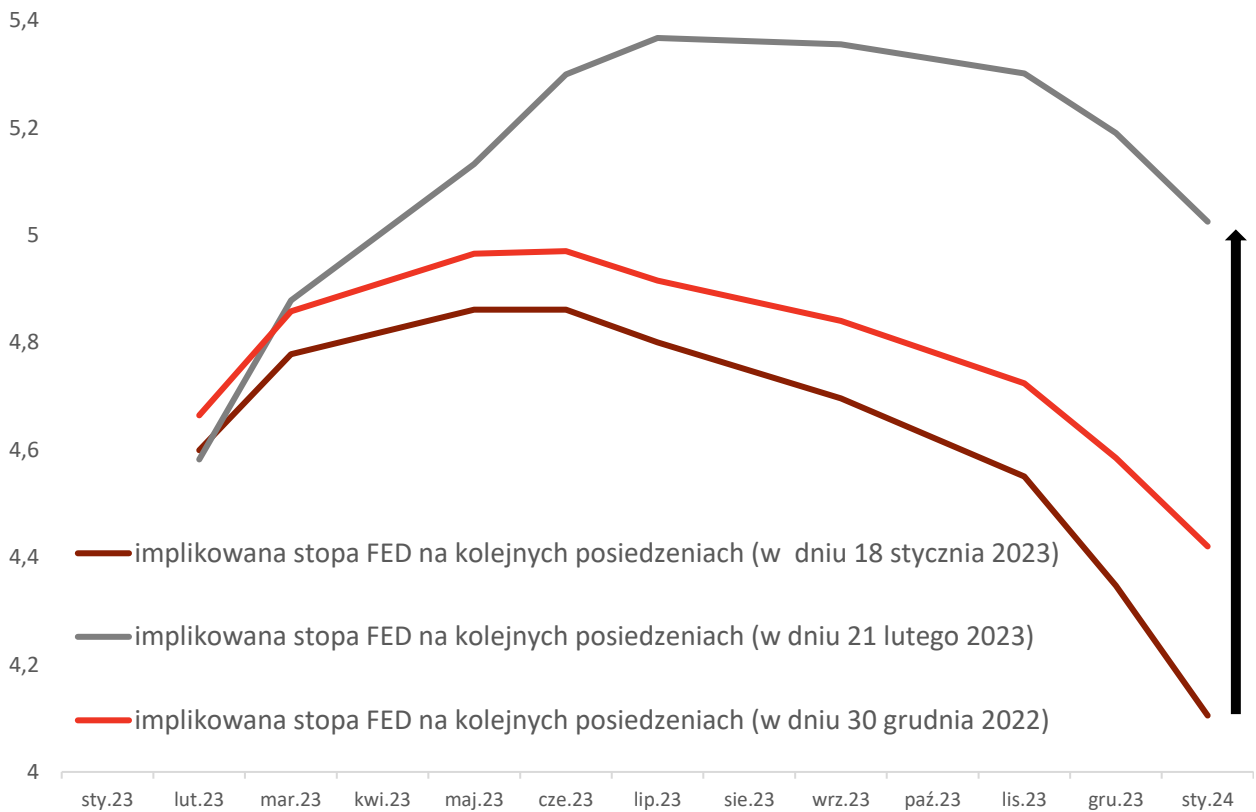


**Wykres 6: Oczekiwany przez rynek maksymalny poziom stóp procentowych FED w obecnym cyklu podwyżek przesunął się nieco w górę w ostatnich tygodniach.**



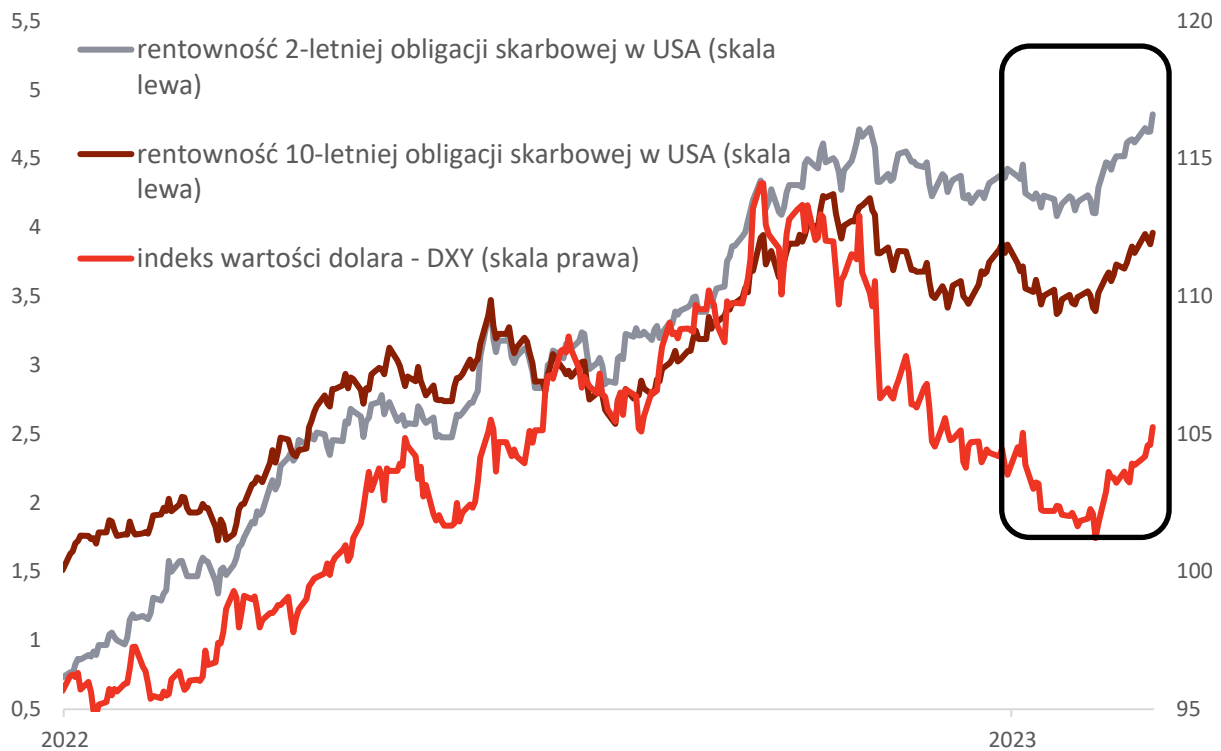
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 7: W lutym inwestorzy przestali wierzyć w szybkie obniżki stóp procentowych przez FED po wciąż niedokończonym cyklu podwyżek.**



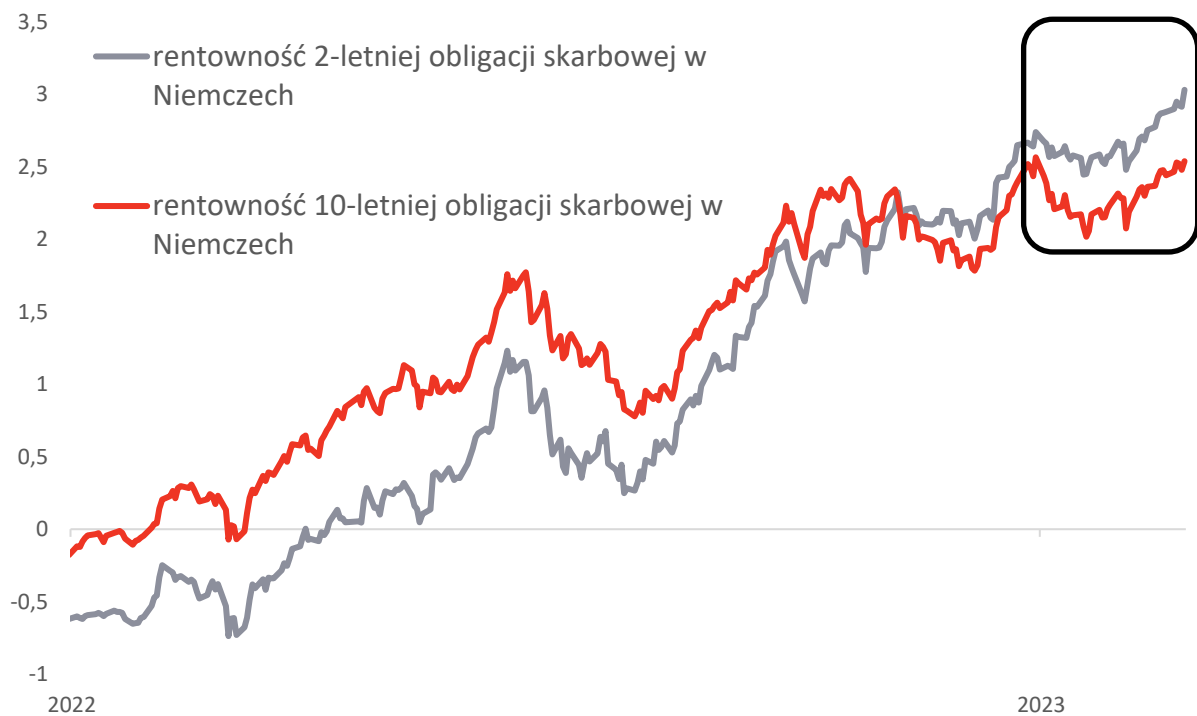
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 8: Rentowność obligacji skarbowych w USA powróciła w okolice ubiegłorocznych szczytów, a dolar znowu się umacnia.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 9: W Europie styczniowa mini hossa na obligacjach wyparowała bardzo szybko.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Czynniki, które przerwały dobrą passę na rynku długu, czyli zanikające widmo prawdziwej recesji, siła rynków pracy na całym świecie, nadzieje związane z otwarciem chińskiej gospodarki oraz postępująca (w zwolnionym tempie) dezinflacja, przyczyniły się za to do wyraźnej poprawy nastrojów na rynkach akcji. Wskaźniki sentymentu zarówno profesjonalnych zarządzających funduszami, jak i indywidualnych inwestorów w USA znalazły się właśnie na poziomach z końca 2021 roku, czyli z okresu formowania się szczytów na giełdowych indeksach (wykresy 10-13). Co prawda w lutowym sondażu Bank of America większość zarządzających wciąż uznaje trwające od kilku miesięcy wzrosty za korektę w bessie, ale pojawiły się już głosy o nastaniu nowego rynku byka (wykres 14). Według serwisu Bloomberg liczba artykułów/wpisów, w których pada słowo hossa lub bessa właśnie się zrównała) (wykres 15).

**Wykres 10: Dobry początek roku na indeksach akcji wywołał nawrót optymizmu wśród inwestorów.**

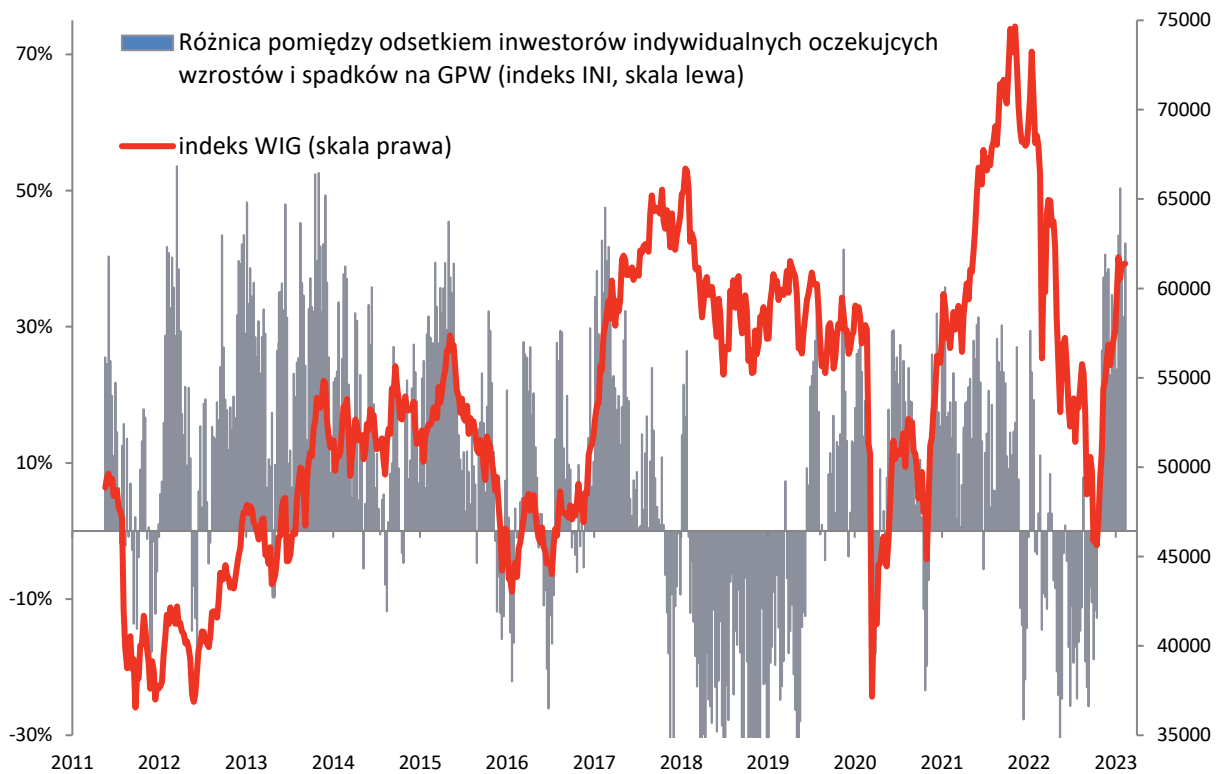
**Figure 11: Record Call Option Volumes Last Seen in the Frothy Jan 2021 Meme Stock Blowoff**



Source: Bloomberg, Evercore ISI Research

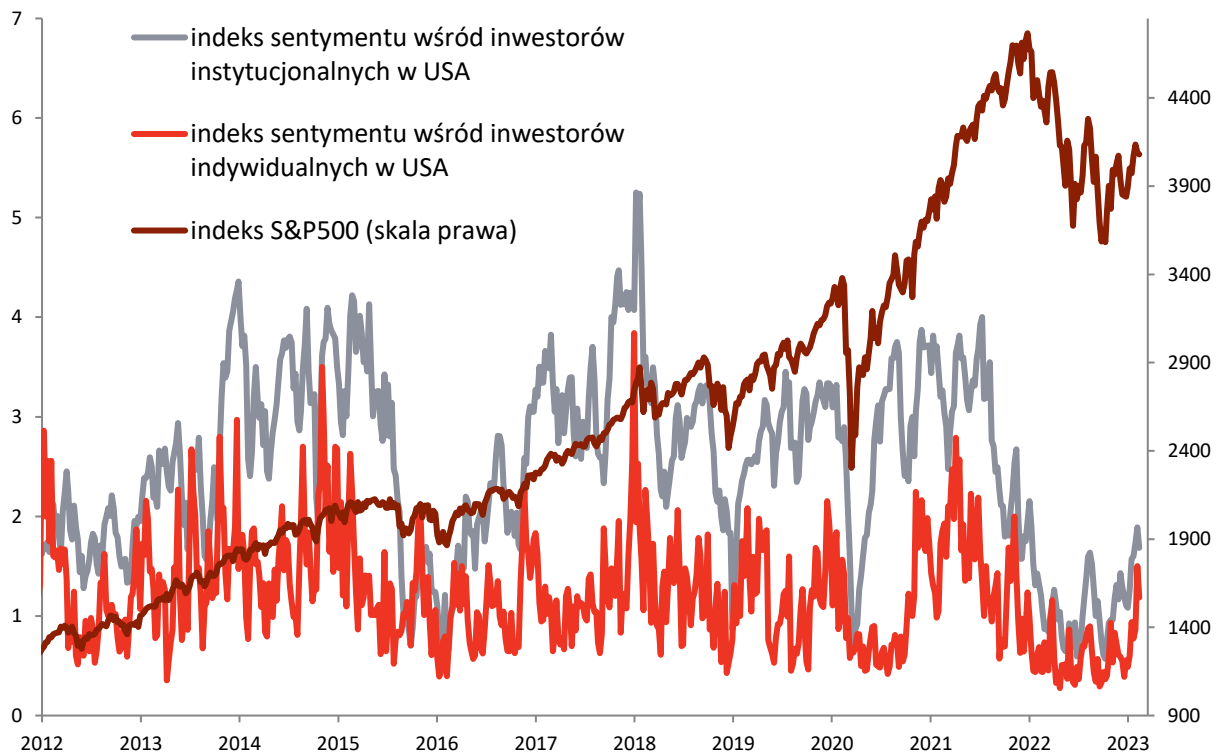
źródło: Evercore

**Wykres 11: Wielki powrót optymizmu drobnych inwestorów na warszawskiej giełdzie.**



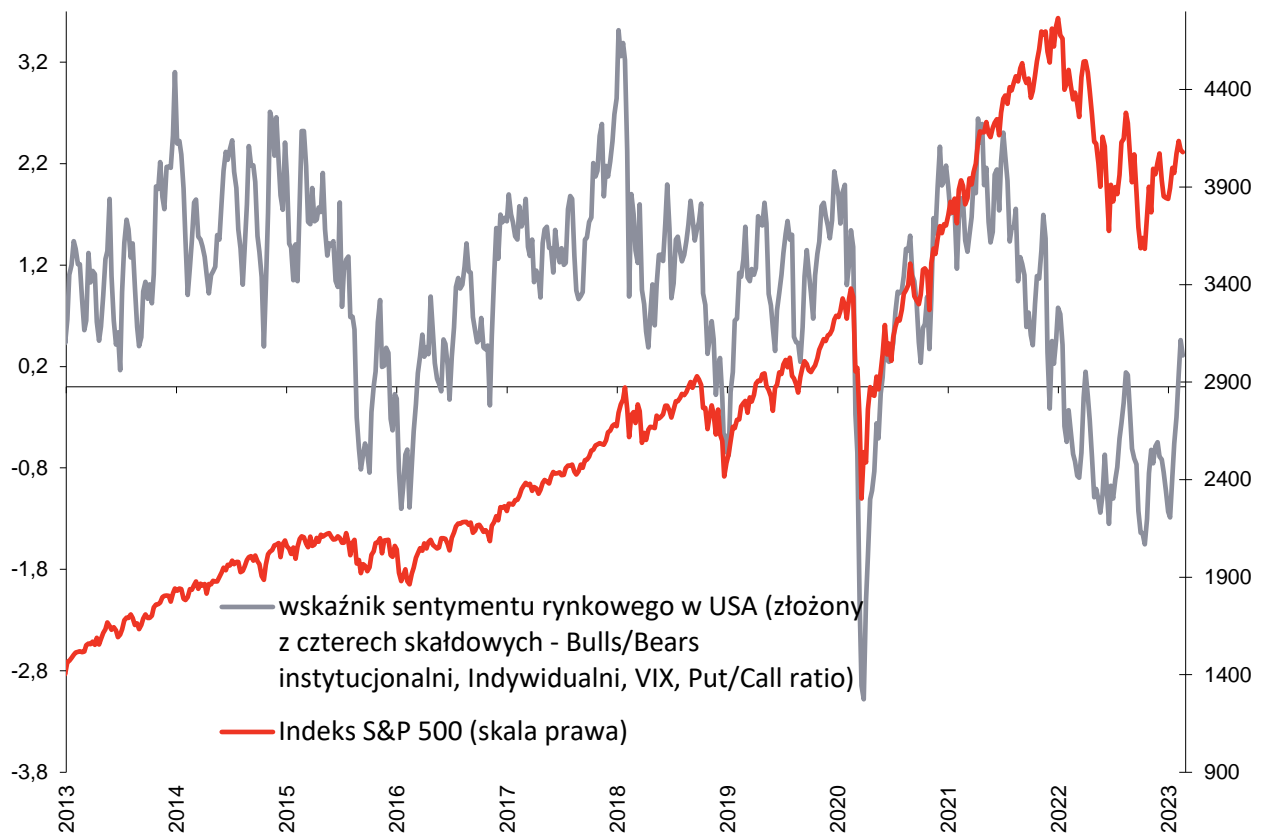
źródło: <https://www.sii.org.pl/3438/analizy/nastroje-inwestorow.html>, Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 12: Wskaźniki sentymentu inwestorów w USA są wciąż dalekie od rekordowego optymizmu, ale i tak od początku roku można zaobserwować znaczącą poprawę nastrojów.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 13: Trwająca do połowy lutego fala wzrostów na światowych giełdach wyraźnie poprawiła nastroje inwestorów.**

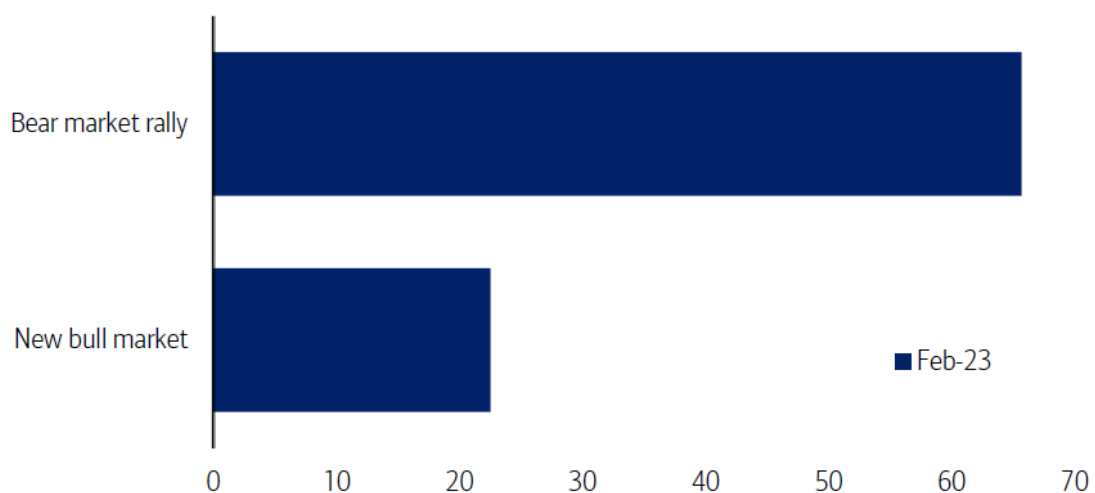


źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 14: Większość zarządzających sceptycznie podchodzi do trwających od października wzrostów.**

**Chart 16: Rally since late Sep/mid Oct generally viewed as a bear market rally**

Do you believe the rally that started late Sep/mid-Oct is a bear market rally or a new bull market?



Source: BofA Global Fund Manager Survey.

BofA GLOBAL RESEARCH

źródło: BofA

Wykres 15: Czy to jeszcze bessa, czy już hossa? Zdania są podzielone.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

What you don't expect! Meme



<https://www.reddit.com/r/wallstreetbets/>

MAD MONEY

# Jim Cramer says we're in a bull market, so buy on the dip

PUBLISHED TUE, JAN 31 2023 6:40 PM EST | UPDATED TUE, JAN 31 2023 7:22 PM EST

<https://www.cnbc.com/2023/01/31/jim-cramer-says-were-in-a-bull-market-so-buy-on-the-dip.html>

## Is This The Beginning Of A New Bull Market?

Feb. 04, 2023 6:10 AM ET | ACTV, AFMC, AFSM... | 21 Comments | 15 Likes

<https://seekingalpha.com/article/4575326-is-this-the-beginning-of-a-new-bull-market>

### Is this the beginning of a new bull market?

► Technology stocks and cryptocurrency prices are rebounding as investors embrace risk again, financial analysts say

<https://www.thenationalnews.com/business/money/2023/02/07/is-this-the-beginning-of-a-new-bull-market/>

### Has a New Bull Market Begun? (AAPL, AMZN, TSLA, META)

CONTRIBUTOR

[Richard Saintvilus](#)

PUBLISHED

FEB 6, 2023 8:05AM EST

<https://www.nasdaq.com/articles/has-a-new-bull-market-begun-aapl-amzn-tsla-meta>

## Will a New Nasdaq Bull Market Begin in 2023? Here's What History Shows.

By [Keith Speights](#) - Jan 30, 2023 at 5:55AM

<https://www.fool.com/investing/2023/01/30/will-new-nasdaq-bull-market-begin-2023-history/>

### Dovish Powell Signals a Raging New Bull Market Ahead



**Luke Lango**

February 8, 2023 · 3 min read

<https://finance.yahoo.com/news/dovish-powell-signals-raging-bull->



Investors

Komentarz Dyrektora Departamentu Inwestycji

# Its coming

Meme



<https://www.reddit.com/r/wallstreetbets/>

O tym, że mamy do czynienia jedynie z korektą w niedokończonym jeszcze rynku niedźwiedzia może świadczyć fakt, że tegoroczna fala wzrostów na Wall Street jest wyraźnie skoncentrowana na głównych przegranych ubiegłego roku. Najlepiej poradziły sobie spółki najmocniej shortowane, te które nie mogą pochwalić się wypracowanymi zyskami oraz firmy z portfela funduszu ARK Innowacji (wzrost o 30%) w tym Tesla (wzrost o 60%). Po 50-procentowym wroście kursu Bitcoina, triumf ponownie święci rynek kryptowalut. Natomiast najlepsze sektory 2022 roku na Wall Street (energia, ochrona zdrowia, użyteczność publiczna i konsumpcja niecykliczna) znalazły się w ogniu tegorocznego rankingu stóp zwrotu (wykresy 16-22).

Wykres 16: Stopy zwrotu z poszczególnych składników indeksu S&P500 w 2023 roku (do 17 lutego).



źródło: <https://finviz.com/>



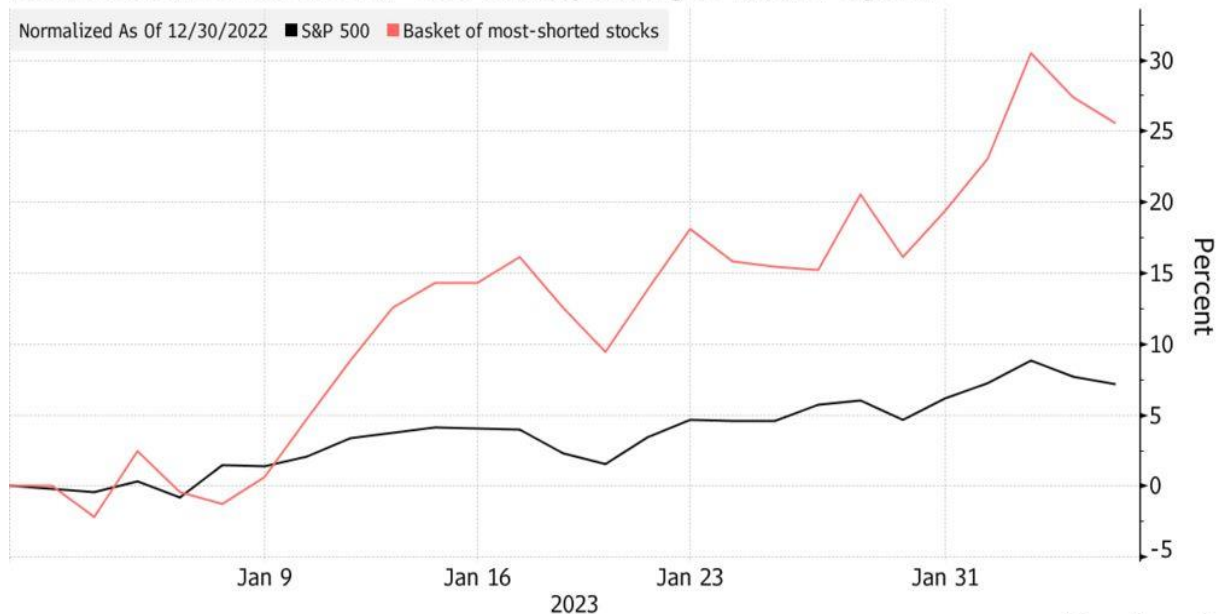
Wykres 17: Stopy zwrotu z poszczególnych składników indeksu S&P500 w 2022 roku. Przegrani ubiegłego roku, w nowym roku zyskują bardziej niż ubiegłoroczni liderzy.



źródło: <https://finviz.com/>

Wykres 18: Najbardziej shortowane spółki znowu przykuły uwagę inwestorów.

### Most-Shorted Stocks Outrun the Market Bears forced to fold as S&P 500 rallies, adding to further upside



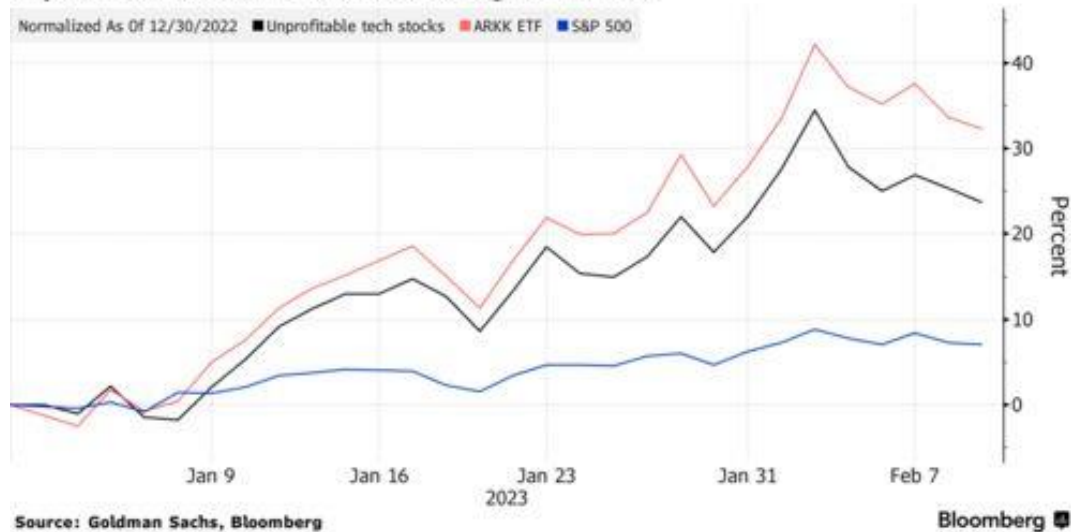
Source: Goldman Sachs, Bloomberg

Bloomberg

źródło: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-02-06/hedge-funds-cut-bets-in-largest-unwind-since-2021-short-squeeze?sref=kRR0LXCQ>

Wykres 19: Spółki z portfela funduszu Ark Innowacji zaczęły, od początku roku, odzyskiwać formę.

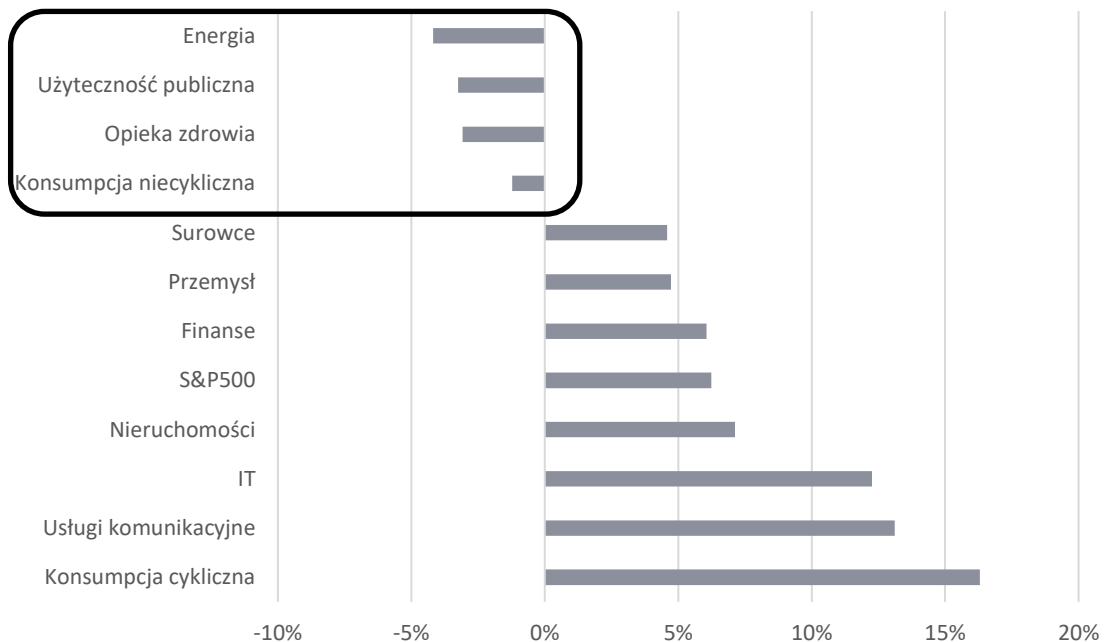
### Risky Stocks Leading in 2023 Unprofitable tech shares are outrunning the market



źródło: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-02-10/two-top-ranked-fund-managers-say-stock-rally-is-bear-market-trap?sref=kRR0LXCQ>

Wykres 20: Najlepsze sektory 2022 roku na Wall Street stały się najłabszymi branżami w pierwszych tygodniach nowego roku.

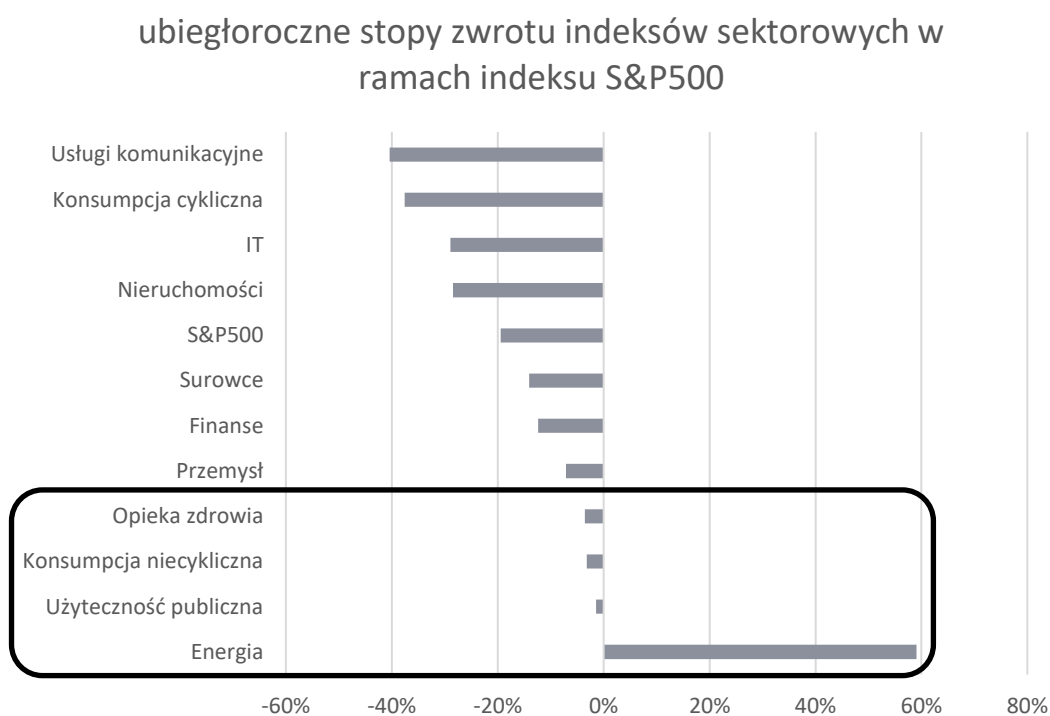
Tegoroczne stopy zwrotu indeksów sektorowych w ramach indeksu S&P500



Bloomberg, obliczenia własne

źródło:

**Wykres 22: Stopy zwrotu z poszczególnych sektorów w indeksie S&P500 za 2022 rok.**



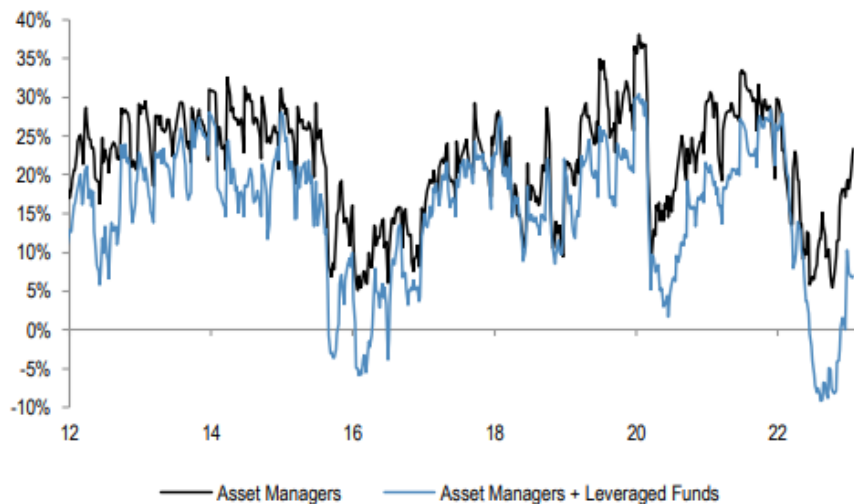
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Pod koniec ubiegłego roku wielu inwestorów (także indywidualnych) wykorzystywało jesienne odbicie do zbudowania krótkich pozycji lub zabezpieczenia portfela akcji w obliczu nadciągającej nieuchronnie recesji, która stała się najbardziej „wyczekiwany” okresem dekonjunktury w historii. Tegoroczna fala wzrostów zmusiła ich do zamknięcia tych pozycji, szczególnie gdy zaczęły pojawiać się argumenty przynajmniej teoretycznie usprawiedliwiające trwałość tej tendencji (np. chińskie otwarcie) (wykresy 23-27).

Wymuszony zamykaniem krótkich pozycji wzrost rynku nie jest jednak stabilnym fundamentem pod długoterminową falę hossy. Szczególnie w przypadku aktywów, których spadki w ubiegłym były jak najbardziej uzasadnione, a powody za nimi stojące wcale nie straciły na znaczeniu.

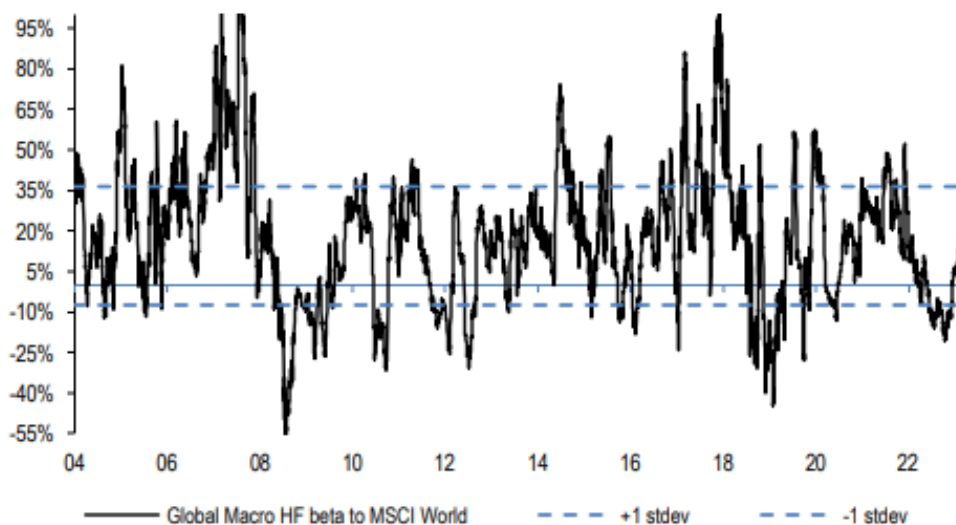
Wykres 23: Pod koniec 2022 roku zarządzający funduszami mocno ograniczyli ryzyko inwestycyjne w portfelach akcyjnych. W tym roku, nastąpiło odbudowywanie pozycji.

Figure 1: Positions in US Equity futures by Asset Managers and Leveraged funds



Source: J.P. Morgan. Flows and Liquidity Team

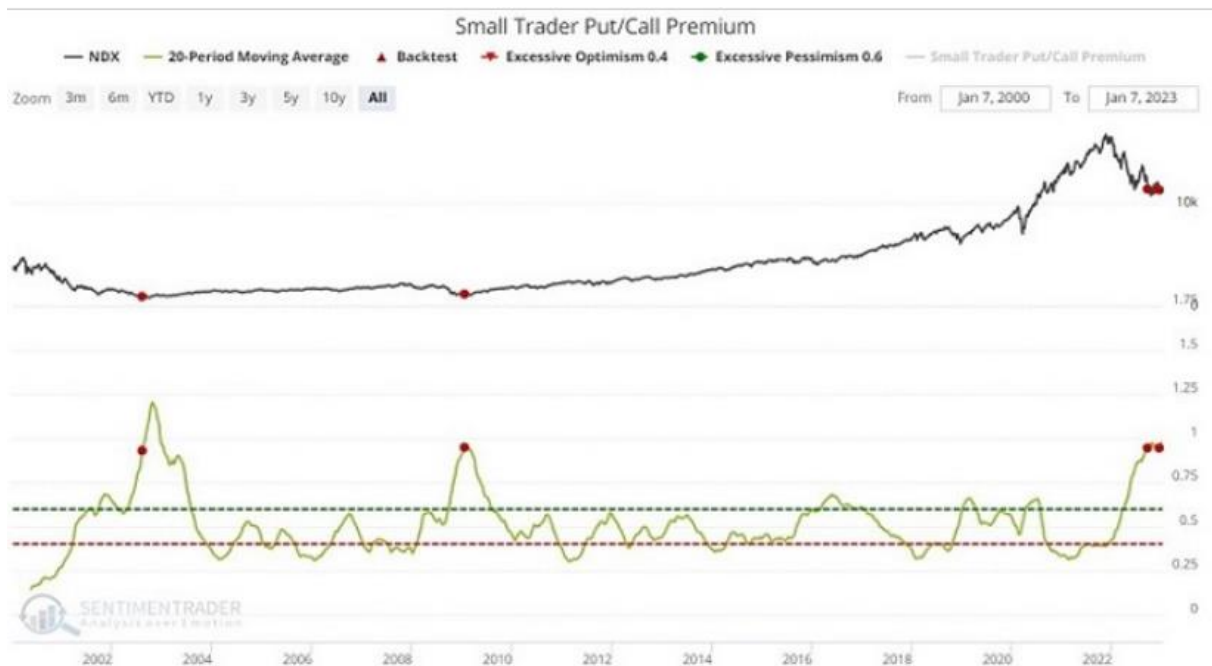
Figure 3: Macro HF beta



Source: Bloomberg Finance L.P.

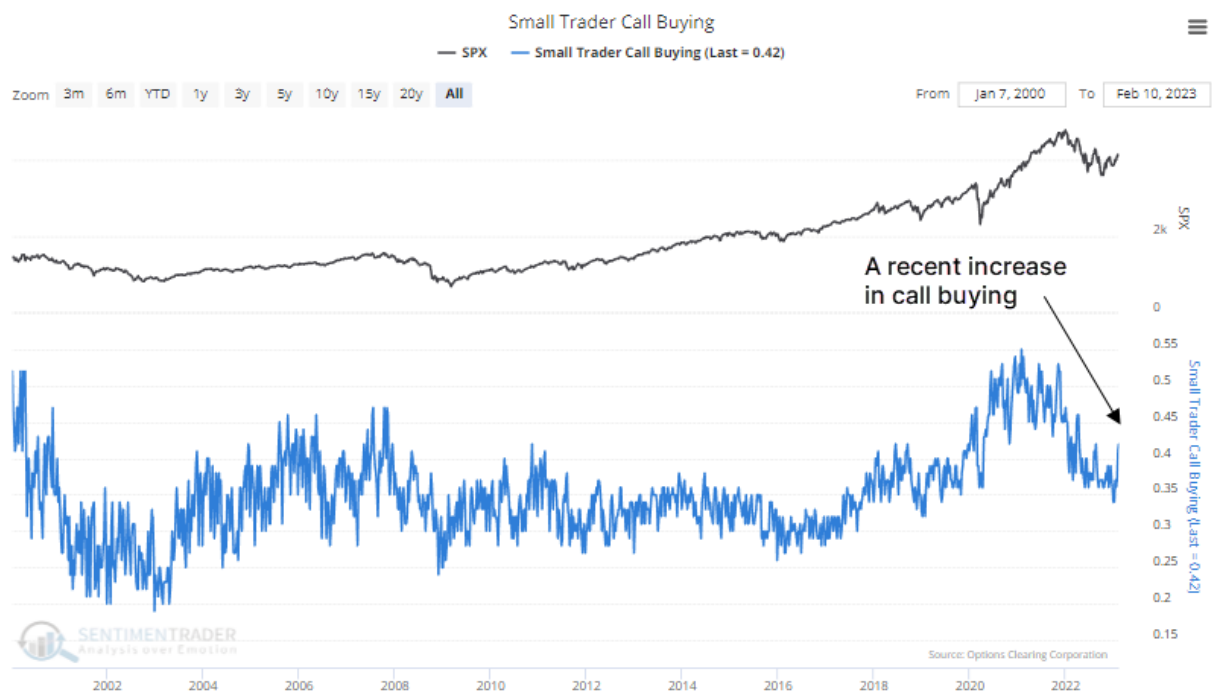
źródło: JP Morgan

Wykres 24: Mali inwestorzy pod koniec 2022 roku stawiali na dalsze giełdowe spadki.



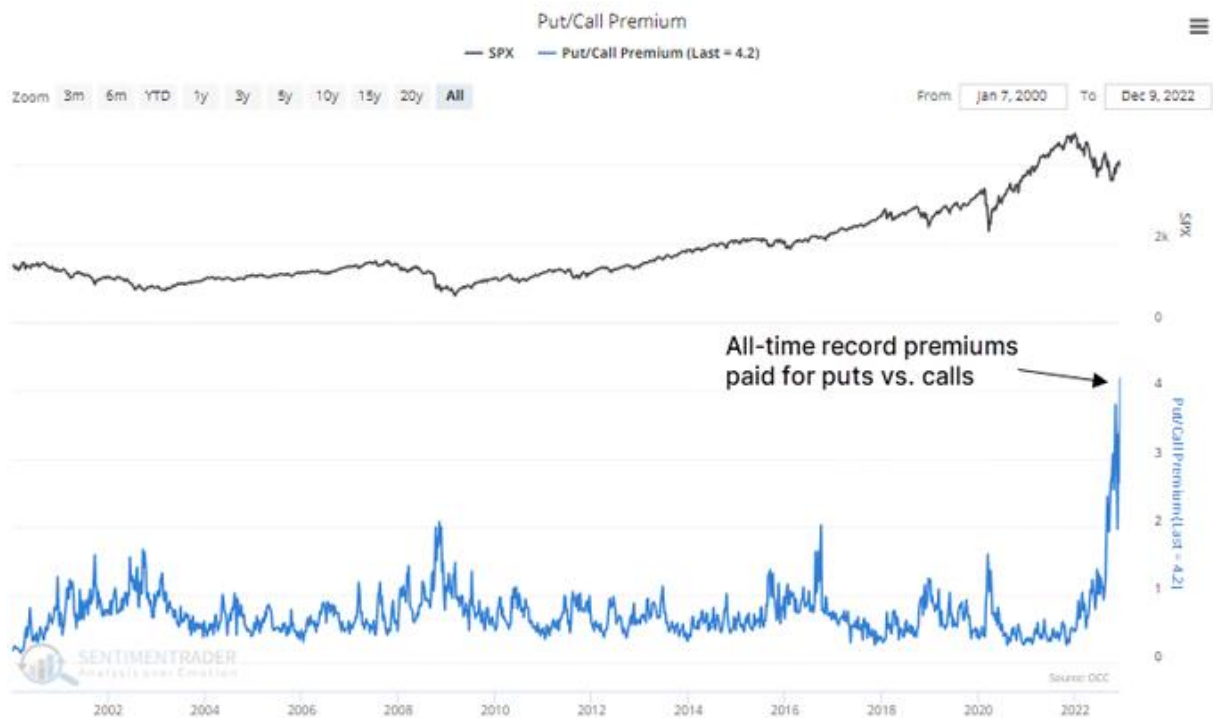
źródło: <https://sentimetrader.com/blog>

Wykres 25: Od początku 2023 roku drobni inwestorzy zamykali krótkie pozycje.



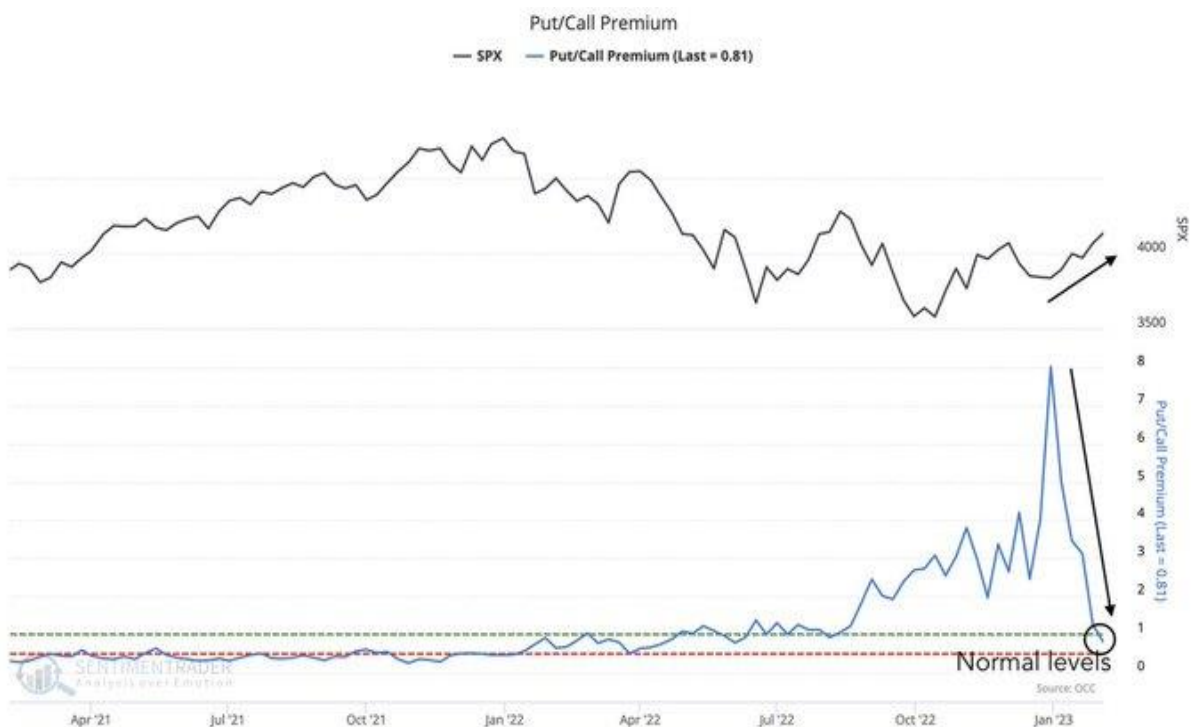
źródło: <https://sentimetrader.com/blog>

**Wykres 26: W grudniu 2022 roku inwestorzy zabezpieczali się przed dalszymi spadkami na dużą skalę.**



źródło: [https://twitter.com/sentimentrader?ref\\_src=twsrc%5Egoogle%7Ctwcamp%5Eserp%7Ctwgr%5Eauthor](https://twitter.com/sentimentrader?ref_src=twsrc%5Egoogle%7Ctwcamp%5Eserp%7Ctwgr%5Eauthor)

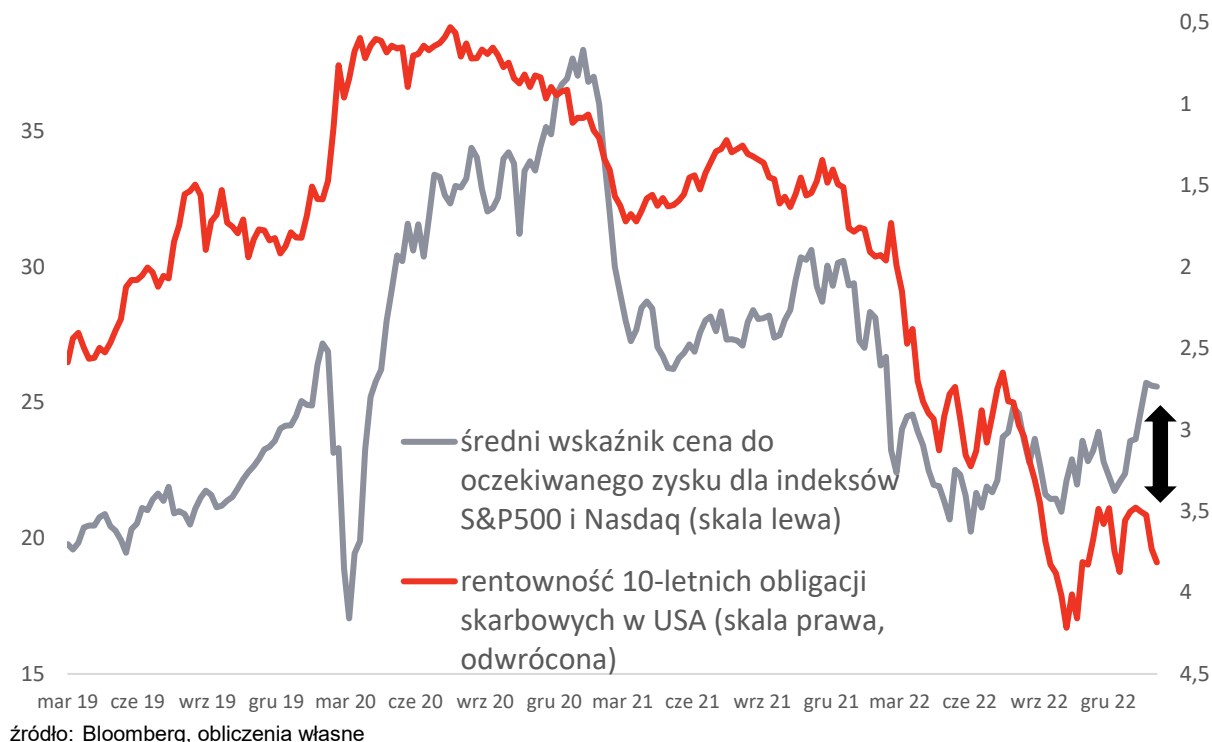
**Wykres 27: Styczniowy wysok indeksów akcji zmusił inwestorów do zamknięcia tego zabezpieczenia.**



źródło: <https://twitter.com/tradingdiluxxx?lang=ar-x-fm>

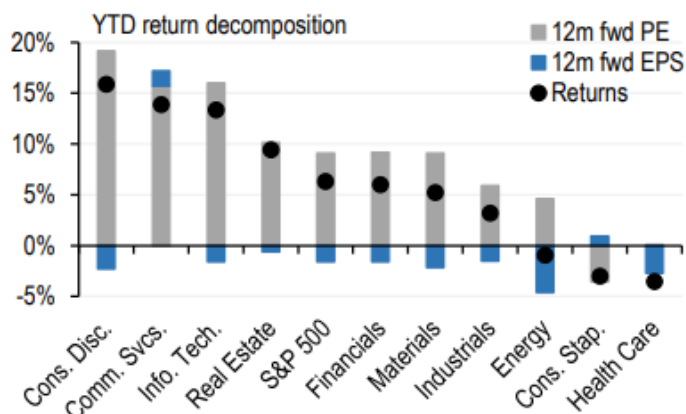
Gwałtowny wzrost rentowności długoterminowych obligacji został zatrzymany. Ich poziom jest jednak wciąż najwyższy od wielu lat i powinien stanowić barierę dla dalszego wzrostu mnożników wycen, czyli głównego źródła tegorocznego wzrostu kursów większości spółek (wykresy 28-29).

**Wykres 28: Tegoroczne wzrosty na Wall Street to zasługa wyższych mnożników wycen, ale wysokie i ostatnio wciąż rosnące stopy procentowe będą ograniczały dalszą poprawę tych mnożników.**



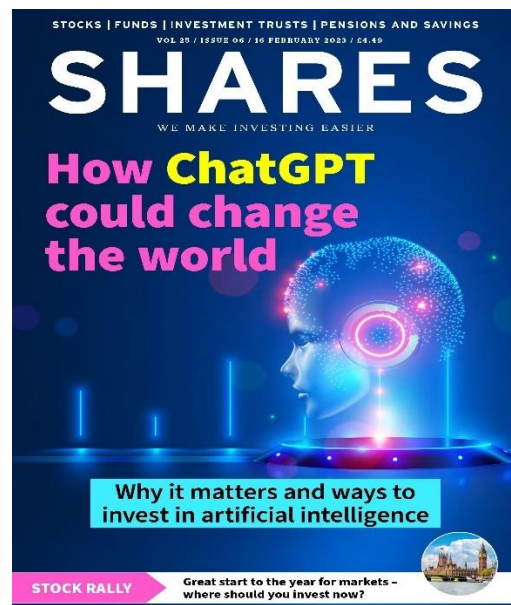
**Wykres 29: W 2023 roku trudno będzie znaleźć sektory, których giełdowe wzrosty będą usprawiedliwione bardziej wzrostem wyników finansowych niż wzrostem mnożników wycen.**

**Figure 1: Multiple Expansion Has Driven Gains...**



źródło: Evercore

Poza tym pęczniejąca na wielu aktywach w latach 2020-2021 bańka spekulacyjna pękła ostatecznie w 2022 roku i moim zdaniem nie ma szans na jej reaktywację. Muszę natomiast przyznać, że powszechne wykorzystanie sztucznej inteligencji, która stała się tegorocznym hitem za sprawą usługi ChatGPT, miałoby potencjalnie zdolność do ponownego rozbudzenia „szaleństwa tłumów” w znacznie większym stopniu niż pretendenci do tytułu przełomowej innowacji (*disruptive innovation*) z ostatnich kilku lat, czyli kryptowaluty, tokeny NFT, czy wirtualny świat Metaversu. Póki co najbardziej namacalnym i zarazem kosztownym skutkiem rodzącej się na naszych oczach rewolucji AI było zmniejszenie się giełdowej wyceny spółki Alphabet o ponad 100 mld dolarów.





Wrong answer by a chat bot can help wipe \$100+ billion off a company's value. Wild stuff. [Meme](#)

Alphabet Inc Class A

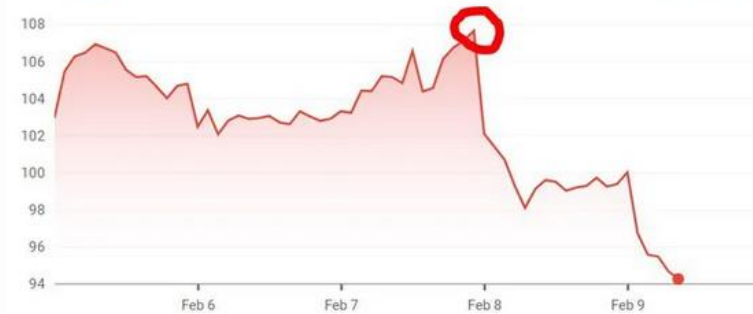
\$94.16

↓8.53% -8.78 5D

Feb 9, 11:59:49 AM UTC-5 · USD · NASDAQ · Disclaimer

1D 5D 1M 6M YTD 1Y 5Y MAX

Key events >



Compare to

<https://www.reddit.com/r/wallstreetbets/>

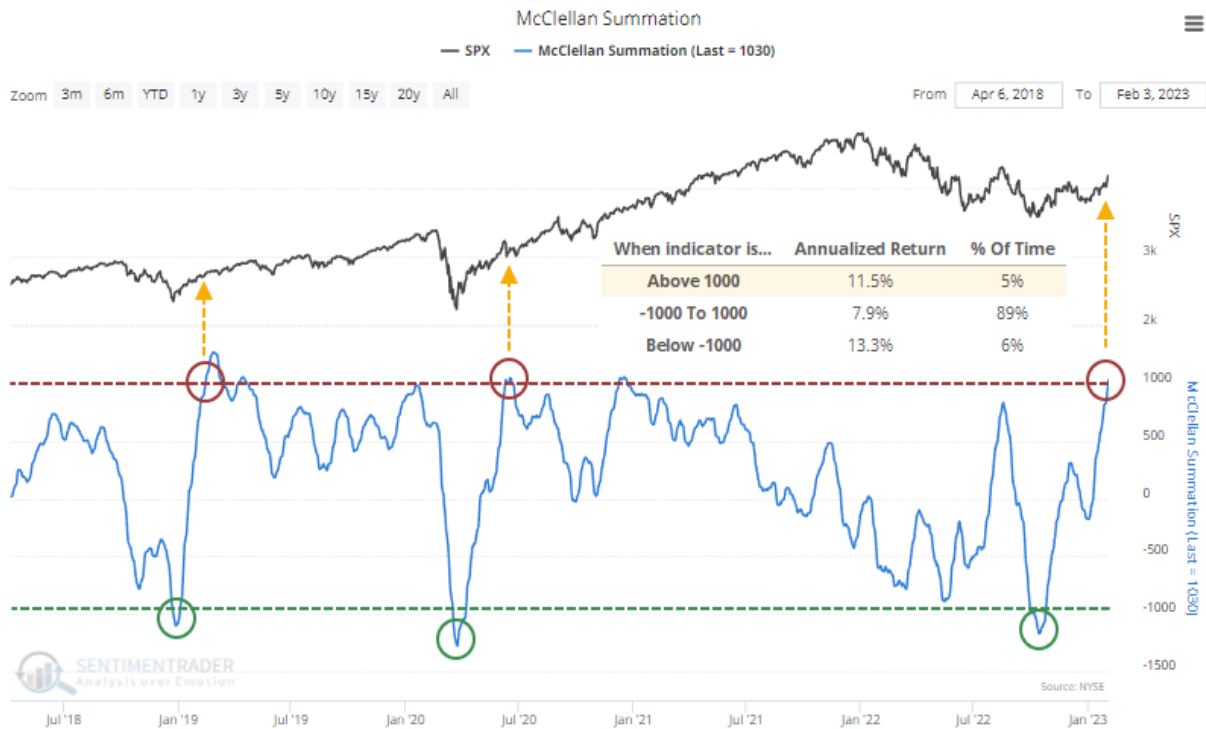
Z drugiej strony, argumentów za tym, że trwająca od czterech miesięcy fala wzrostów nie jest jedynie korektą w bessie też nie brakuje. Po pierwsze, wyraźna poprawa szerokości rynku spółek z indeksu S&P500 stanowi solidne potwierdzenie siły obecnej fali wzrostów. Po drugie, historyczne analogie bazujące na dynamice i skali trwającego od października ubiegłego roku odbicia na Wall Street sugerują, że wzrosty te mogą być kontynuowane (wykresy 30-35).

**Wykres 30: Szerokość rynku dla indeksu S&P500.**



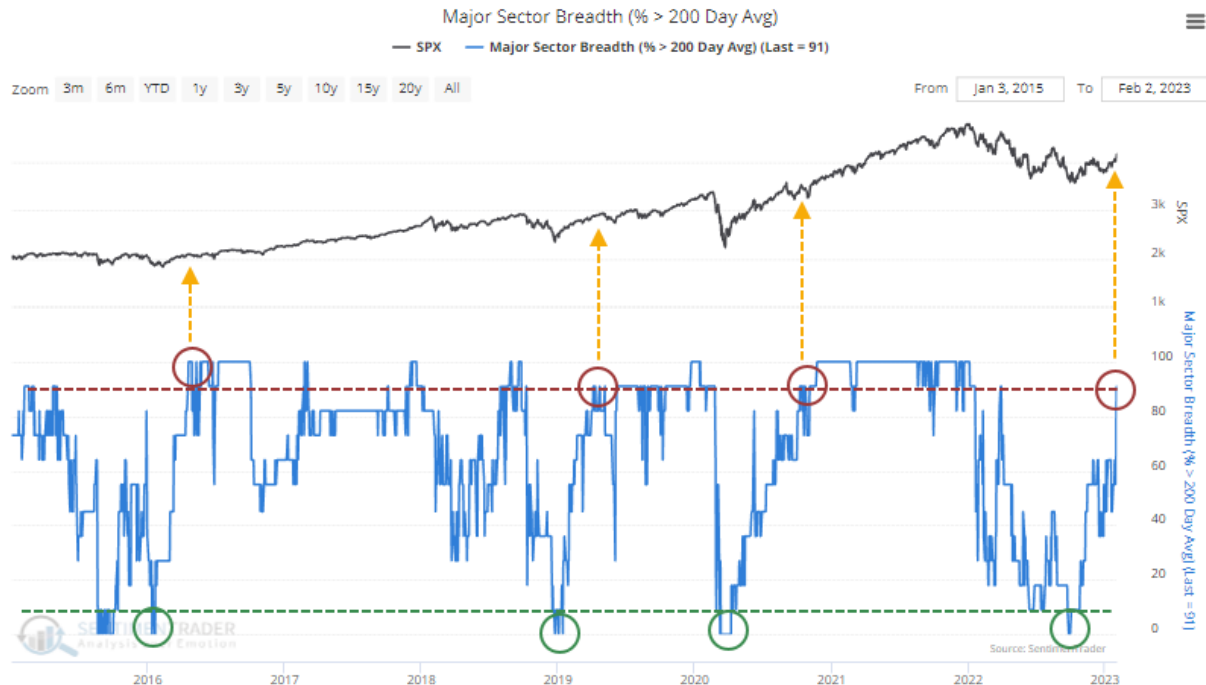
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 31: Trwające od października wzrosty na Wall Street były wsparte poprawą w szerokości rynku.**



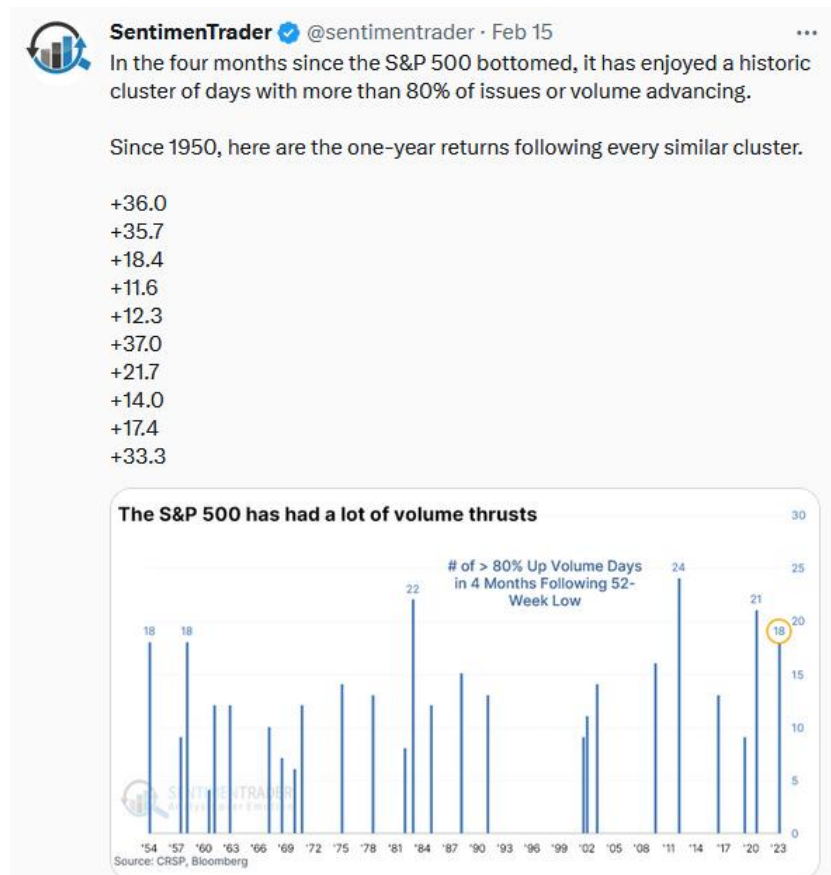
źródło: <https://sentimetrader.com/blog>

**Wykres 32: Sektorowa szerokość rynku w USA również korespondowała ze wzrostem indeksów.**



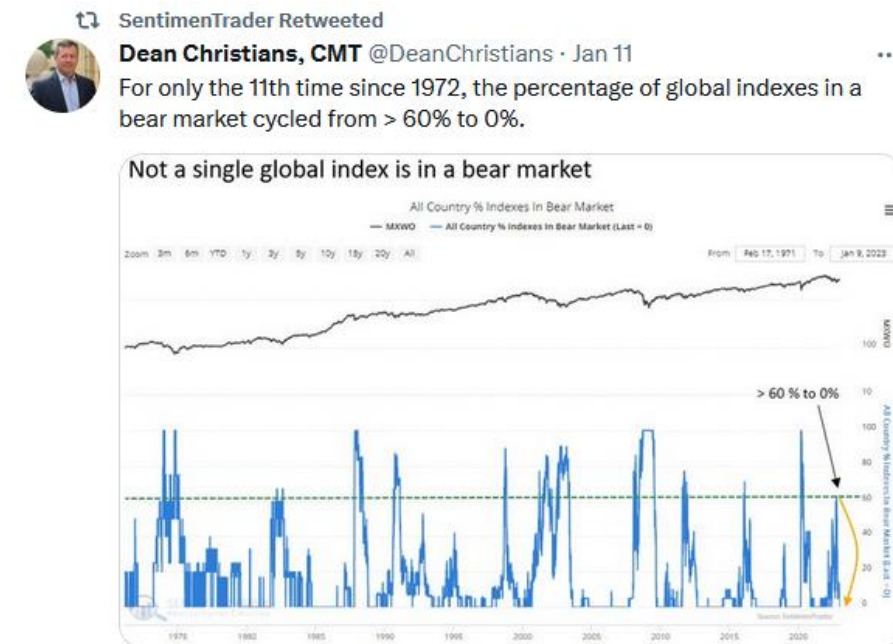
źródło: <https://sentimetrader.com/blog>

**Wykres 33: Historyczne analogie sugerują kontynuację fali wzrostowej.**



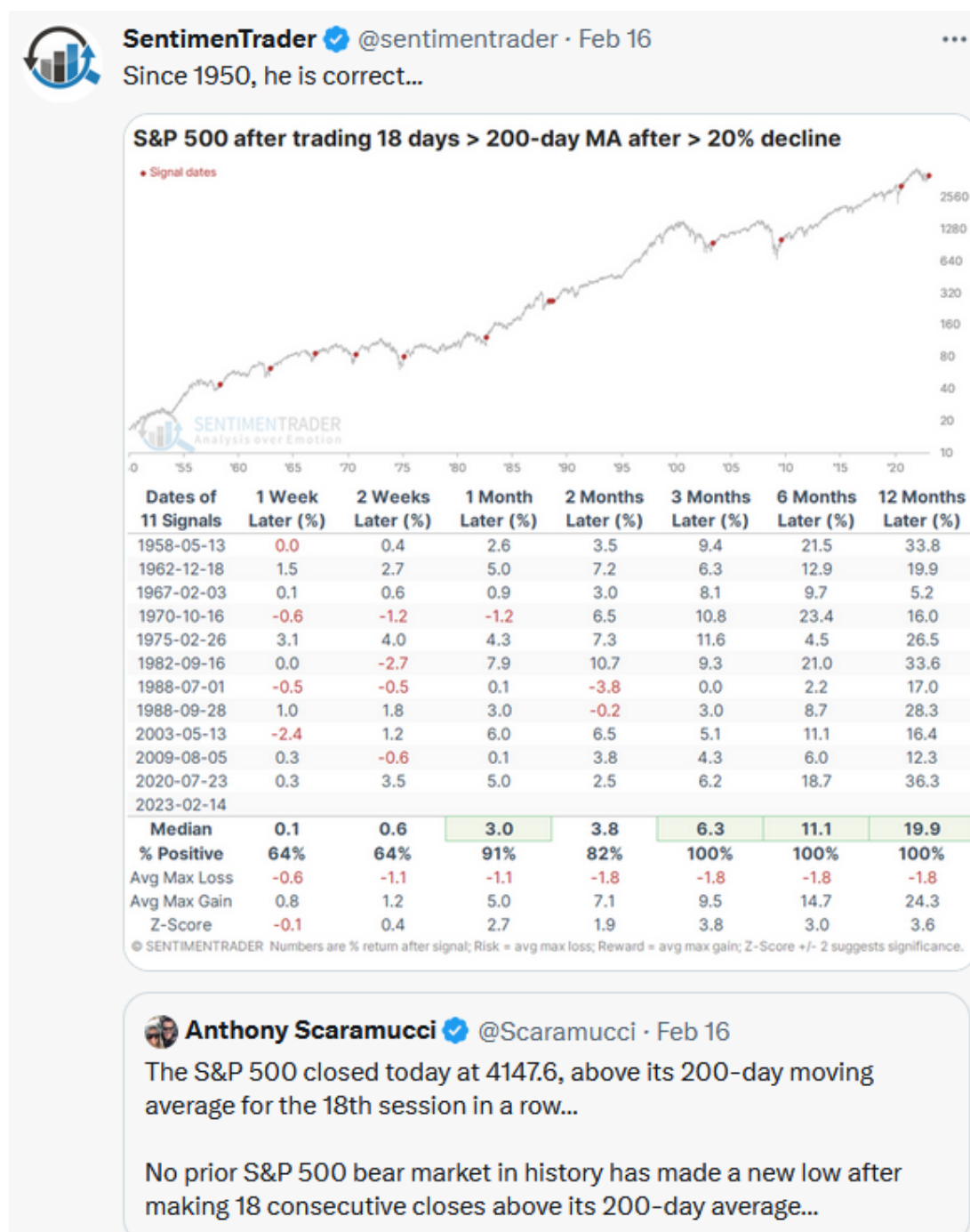
źródło: [https://twitter.com/sentimentrader?ref\\_src=twsrc%5Egoogle%7Ctwcamp%5Eserp%7Ctwgr%5Eauthor](https://twitter.com/sentimentrader?ref_src=twsrc%5Egoogle%7Ctwcamp%5Eserp%7Ctwgr%5Eauthor)

**Wykres 34: Po świetnym początku roku żaden z głównych indeksów akcji na świecie nie był już w formalnej bessie (spadek >20% od rekordu).**



źródło: [https://twitter.com/sentimentrader?ref\\_src=twsrc%5Egoogle%7Ctwcamp%5Eserp%7Ctwgr%5Eauthor](https://twitter.com/sentimentrader?ref_src=twsrc%5Egoogle%7Ctwcamp%5Eserp%7Ctwgr%5Eauthor)

Wykres 35: Wyjście ponad długoterminową średnią po dużym spadku indeksu S&P500 było zapowiedzią kolejnych wzrostów na Wall Street.



źródło: [https://twitter.com/sentimentrader?ref\\_src=twsrc%5Egoogle%7Ctwcamp%5Eserp%7Ctwgr%5Eauthor](https://twitter.com/sentimentrader?ref_src=twsrc%5Egoogle%7Ctwcamp%5Eserp%7Ctwgr%5Eauthor)

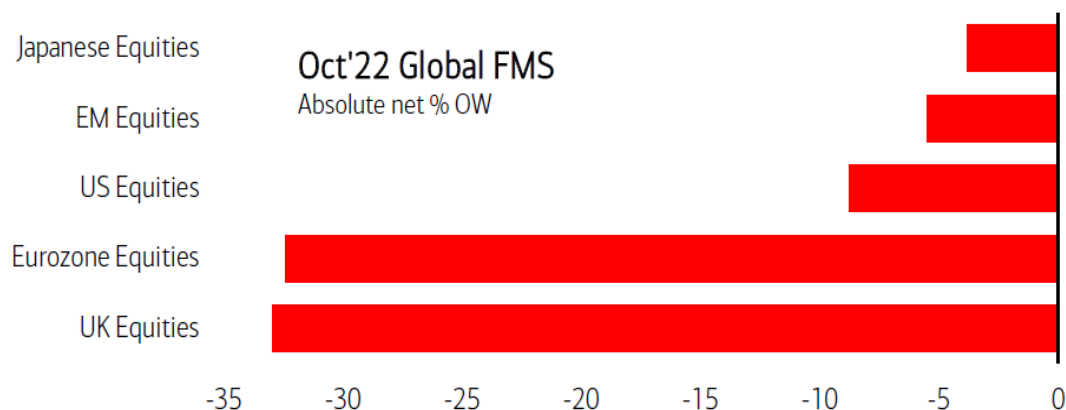
Po trzecie, zachowanie europejskich parkietów (paryski indeks ustanowił nowy rekord, a niemiecki DAX znajduje się od niego o niecałe 5%) nie tylko stoi w sprzeczności z powszechnie oczekiwaną recesją na Starym Kontynencie, ale też poddaje w wątpliwość charakter ubiegłorocznych spadków. Z dzisiejszej perspektywy trudno jest je traktować jak klasyczną bessę.



Za niezwykłą siłą odbicia na giełdach ze strefy euro, które licząc od październikowych dołków są globalnymi liderami tej fali wzrostów, stoi zarówno zmiana w postrzeganiu i pozycjonowaniu rynków europejskich w portfelach inwestorów, jak i struktura branżowa samych indeksów. Europa, która miała przechodzić przez energetyczny Armagedon, była w drugiej połowie ubiegłego roku niedoważana i wyprzedawana przez inwestorów instytucjonalnych oraz indywidualnych. Dziś, w obliczu niespełnienia się czarnych wizji oraz otwarcia chińskiej gospodarki (ważnego partnera dla europejskich eksporterów), zarządzający funduszami zaczęli dowożać akcje ze strefy euro, a indywidualni inwestorzy przystąpili do odkupowania europejskich funduszy inwestycyjnych (to samo dzieje się na rynkach wschodzących) (wykresy 36-43).

**Wykres 36: Jeszcze w październiku 2022 roku europejskie giełdy były najbardziej niedoważanym regionem w portfelach globalnych zarządzających funduszami.**

**Chart 27: FMS bearish all regions...most bearish UK, least bearish Japan**  
Absolute net % OW (by region)



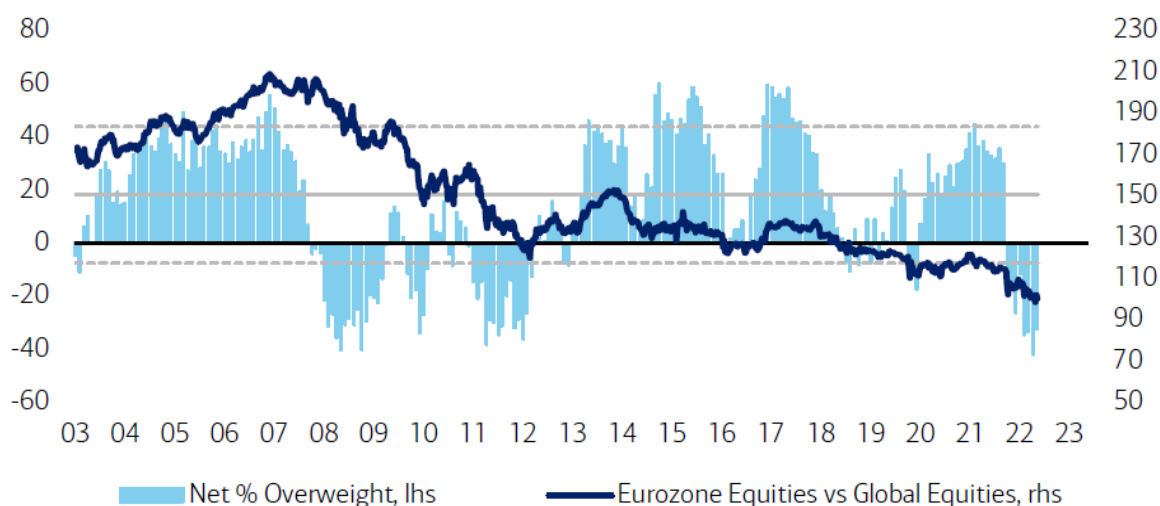
Source: BofA Global Fund Manager Survey

BofA GLOBAL RESEARCH

źródło: BofA

**Wykres 37: Inwestorzy, obawiając się kryzysu energetycznego i recesji, wyprzedawali europejskie akcje.**

**Chart 47: Net % AA Say they are overweight Eurozone Equities**  
Net% of FMS investors overweight EU equities



Source: BofA Global Fund Manager Survey, Datastream

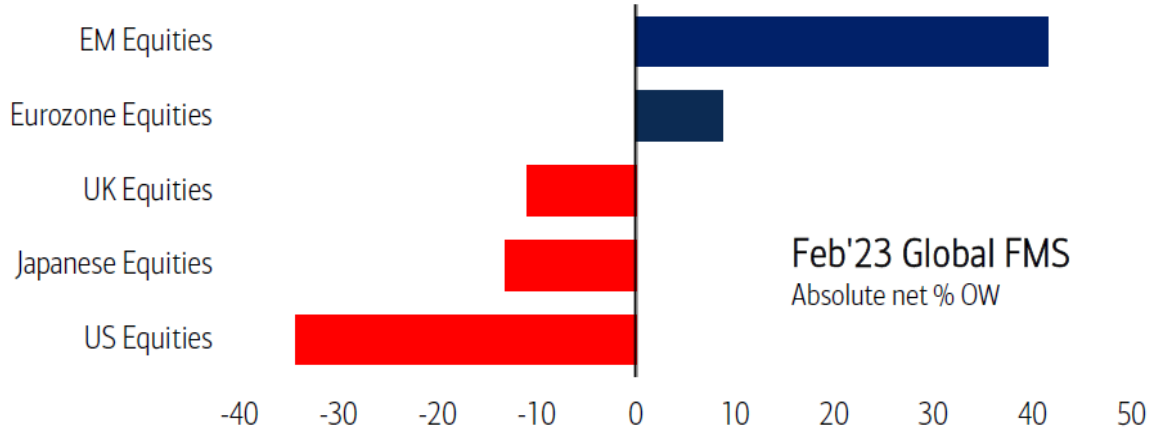
BofA GLOBAL RESEARCH

źródło: BofA

**Wykres 38: W lutym 2023 roku inwestorzy przekonali się, zarówno do akcji na rynkach wschodzących, jak i do giełd europejskich.**

**Chart 26: FMS investors are OW EM, UW US**

Absolute net % overweight (by region)



Source: BofA Global Fund Manager Survey

BofA GLOBAL RESEARCH

źródło: BofA

**Wykres 39: Od początku 2023 roku inwestorzy przystąpili do przeważania europejskich akcji.**

**Chart 48: Net % AA Say they are overweight Eurozone Equities**

Net% of FMS investors overweight EU equities



Source: BofA Global Fund Manager Survey, Datastream

BofA GLOBAL RESEARCH

źródło: BofA

**Wykres 40: Prawie przez cały 2022 rok europejskie fundusze akcyjne odnotowywały wypływ środków. W tym roku to się zmieniło.**

**Exhibit 41: 1m flows from Global investors into European equity funds**  
Weekly flows, EPFR Country Flows

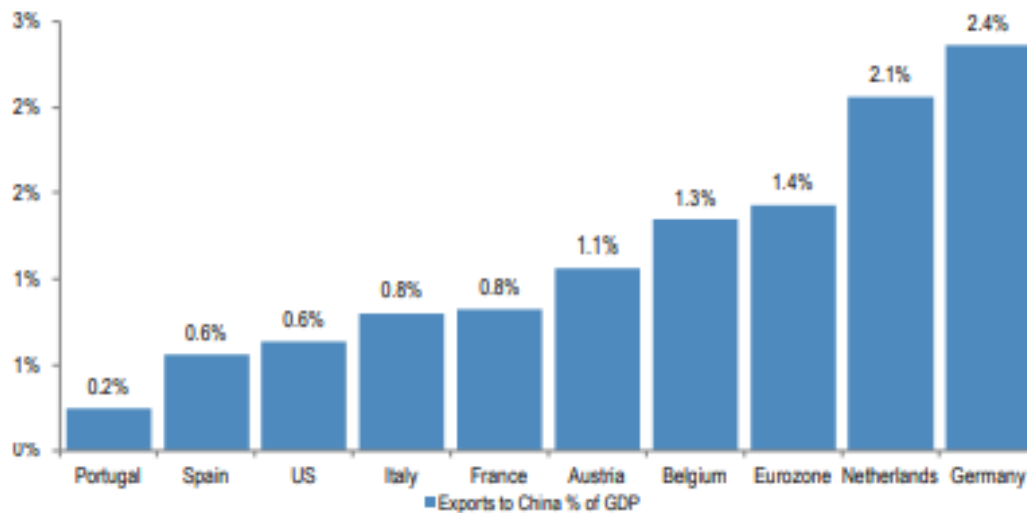


Source: EPFR, Haver Analytics, Goldman Sachs Global Investment Research

źródło: Goldman Sachs

**Wykres 41: Europejska gospodarka jest mocniej uzależniona od handlu z Chinami niż Stany Zjednoczone. Otwarcie chińskiej gospodarki może stanowić silny bodziec dla europejskiego przemysłu.**

**Figure 29: Exports to China**



Source: Eurostat, World Bank

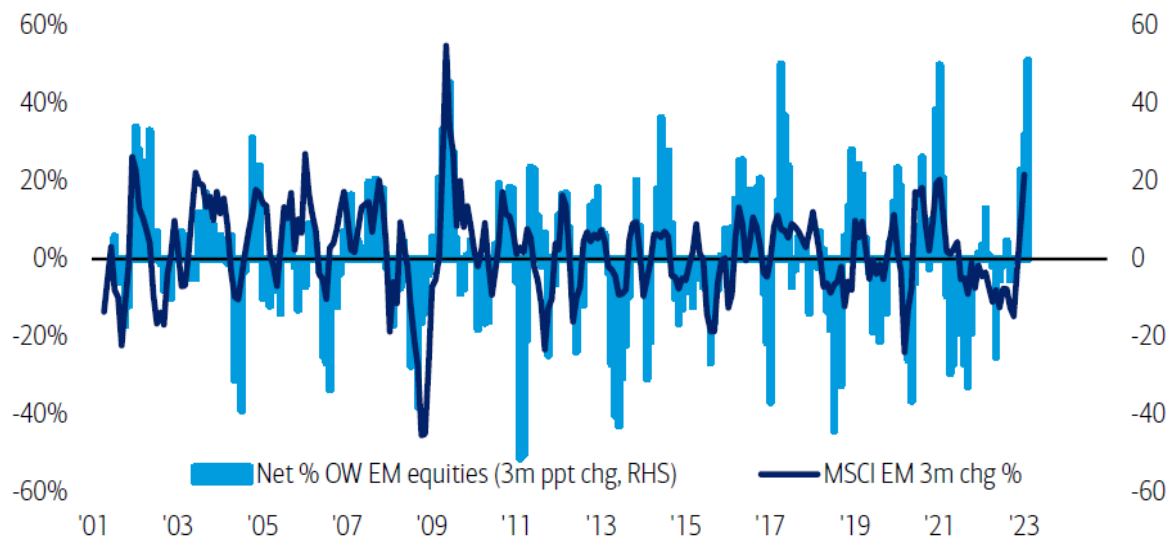
źródło: JP Morgan



**Wykres 42: Rynki wschodzące w ostatnich dwóch, trzech miesiącach sporo zyskały w oczach inwestorów i zarządzanych przez nich portfelach.**

**Chart 17: Euphoria in EM**

Net % OW EM equities vs MSCI EM 3m returns



Source: BofA Global Fund Manager Survey, Bloomberg

BofA GLOBAL RESEARCH

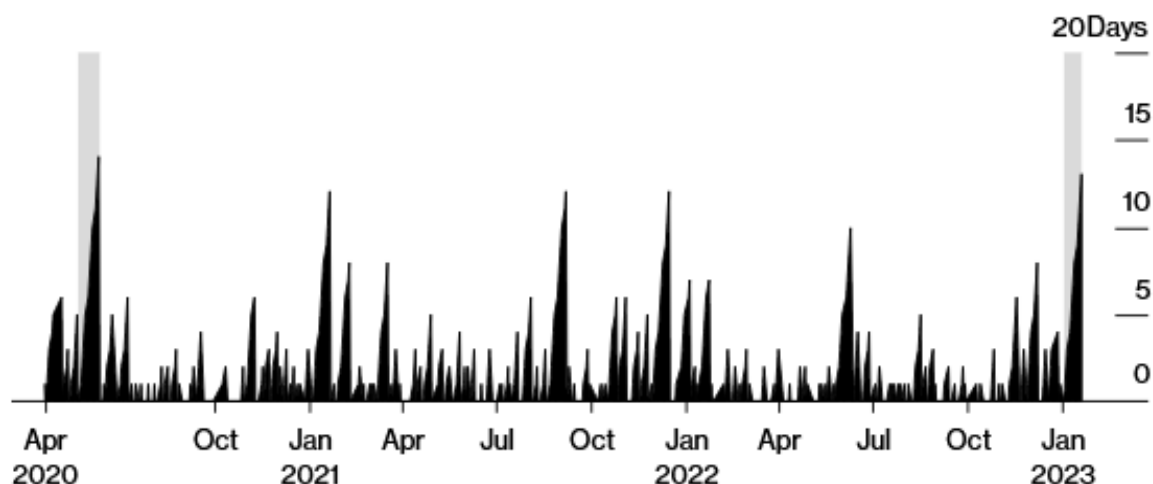
źródło: BofA

**Wykres 43: Inwestorzy przystąpili w tym roku do sporych zakupów akcji na chińskich parkietach.**

**Overseas Investors Buy China Stocks For Longest Streak Since 2020**

Inflows through trading links with Hong Kong

■ Days of consecutive net inflows ■ Inflow stretch



Source: Bloomberg

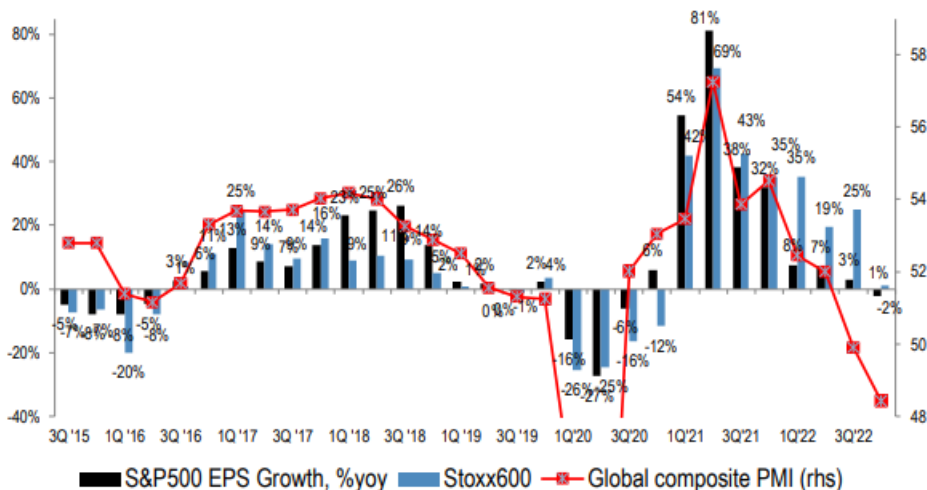
źródło: Bloomberg,

Poza tym głównym wygranym ostatnich kilku miesięcy wzrostów w Europie okazał się będący beneficjentem cyklu podwyżek stóp procentowych sektor bankowy, którego indeks, po niemal 50-proc. wzroście, wybił się ponad szczyt z początku ubiegłego roku. Dlatego rynki z mocną reprezentacją sektora finansowego radzą sobie w tym roku najlepiej (Grecja). Może się oczywiście okazać, że nowy rekord paryskiego indeksu CAC40 jest fałszywym wybiciem, mającym zwabić wielu inwestorów w tak zwaną pułapkę hossy. Sam skłaniałbym się do takiego właśnie scenariusza, jednak musiałbym mieć niemal pewność co do wystąpienia jeszcze w tym roku pełnoobjawowej recesji.

Teoretycznie jest ona bardzo prawdopodobna, domaga się jej „nieomylna” krzywa rentowności, ale w praktyce wciąż nie chce dać o sobie znać. Nadal brak znamion nadejścia dwóch głównych czynników definiujących prawdziwą recesję – istotnego spadku nominalnych zysków spółek i wyraźnego wzrostu bezrobocia. Zyski raportowane za ostatni kwartał ubiegłego roku przez spółki z USA, Europy czy Japonii są niewiele niższe od rekordów z przełomu lat 2021/22 (w USA bardziej widać spadek marż niż nominalnych zysków) (wykresy 44-45). Ten trend śladowego w gruncie rzeczy spadku dynamiki wyników ma być kontynuowany jeszcze w pierwszej połowie tego roku, po czym konsensus rynkowy zakłada poprawę wyników, a cały 2023 rok firmy notowane we Frankfurcie, Paryżu, czy Nowym Jorku mają zakończyć zyskami zbliżonymi do ubiegłorocznych (wykresy 46-51).

**Wykres 44: Znaczące spowolnienie w światowym przemyśle oraz okres dezinflacji musiało przełożyć się na pogorszenie się dynamiki wyników finansowych w spółkach od USA przez Europę po Japonię. Póki co jednak spadki dynamiki zysków są śladowe.**

**Figure 13: US and Europe quarterly EPS growth and global composite PMI**

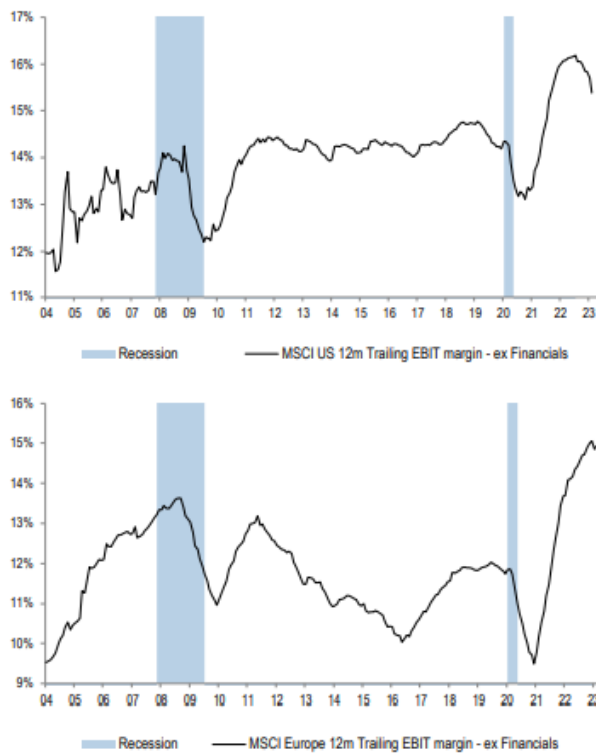


Source: J.P. Morgan, Bloomberg Finance L.P., S&PGlobal

źródło: JP Morgan

**Wykres 45: Jak na razie następuje bardziej kurczenie się marż w firmach niż spadek nominalnych zysków, szczególnie w USA.**

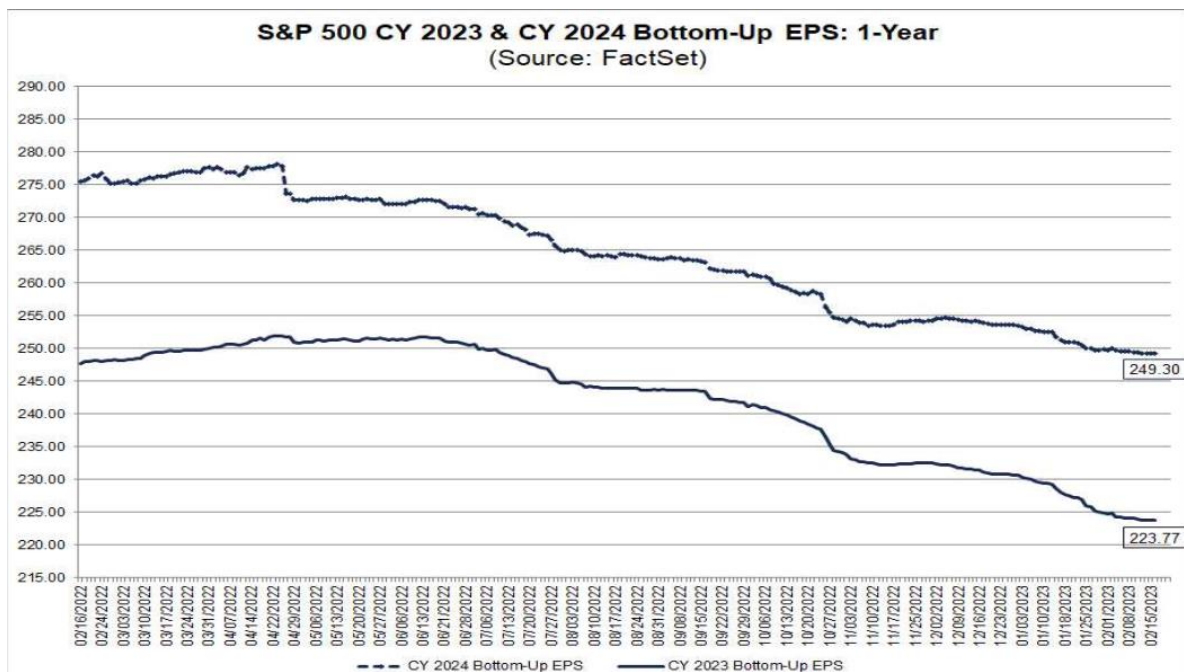
**Figure 11: MSCI US & Europe 12m trailing EBIT margin**



Source: Datastream

źródło: JP Morgan

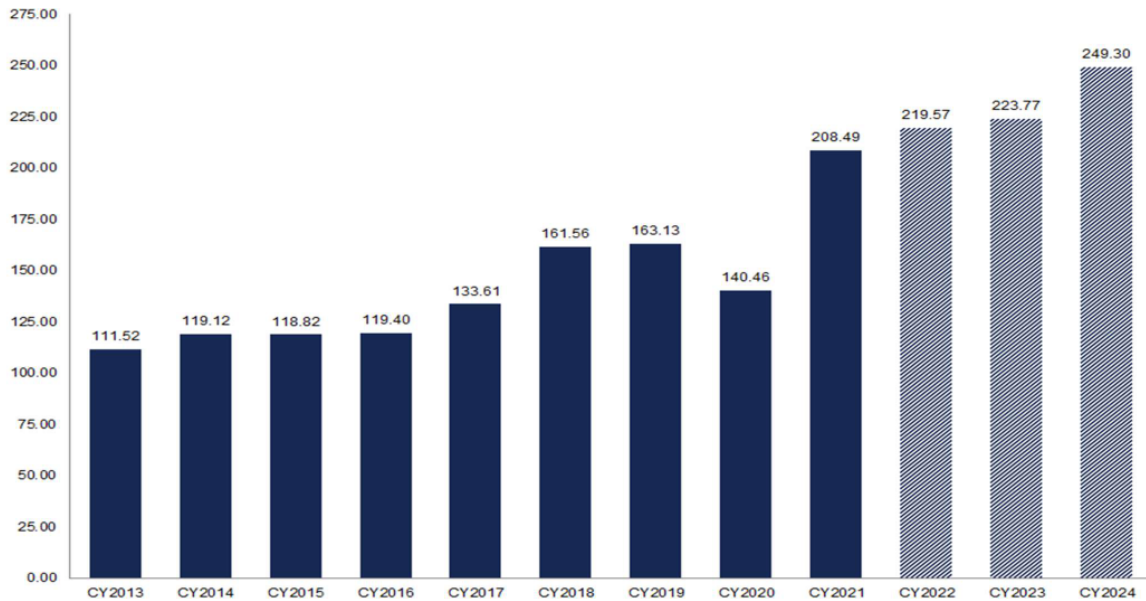
**Wykres 46: Oczekiwany poziom zysków na lata 2023 i 2024 spada od dawna, ale to wciąż mają być rekordowo wysokie poziomy wyników.**



źródło: Factset

Wykres 47: W 2023 roku zyski na jednostkę dla indeksu S&P500 mają być porównywalne z ubiegłorocznymi (rekordowymi), ale już w 2024 roku wzrost zysków ma być wyraźny.

S&P 500 Calendar Year Bottom-Up EPS Actuals & Estimates  
(Source: FactSet)



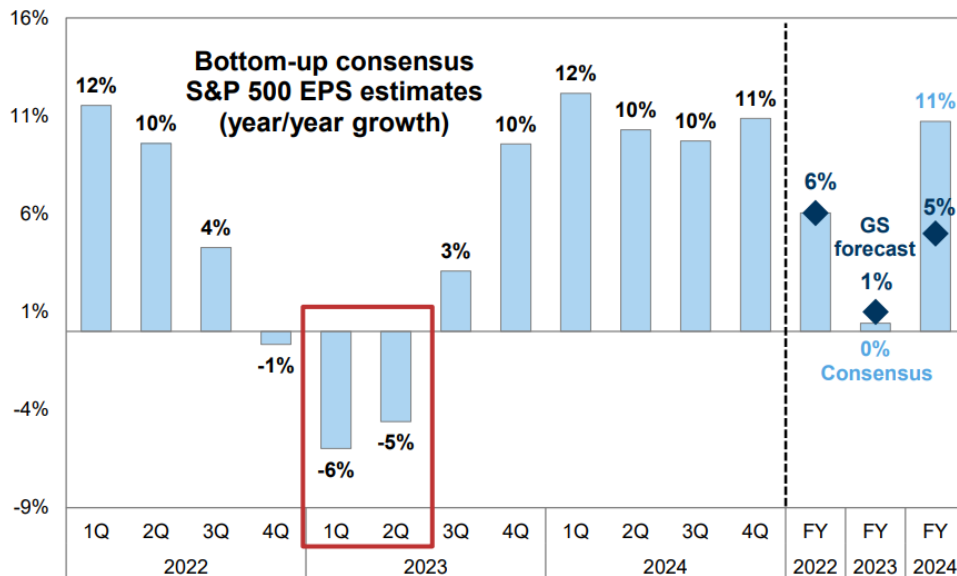
źródło: Factset

Wykres 48: Póki co, spadki kwartalnych zysków dla indeksu S&P500 mają zakończyć się w pierwszej połowie 2023 roku, potem oczekiwana jest wyraźna poprawa.



### Quarterly path of S&P 500 EPS growth

GS forecasts annual EPS growth of 5% in 2024 vs. consensus forecast of 11%

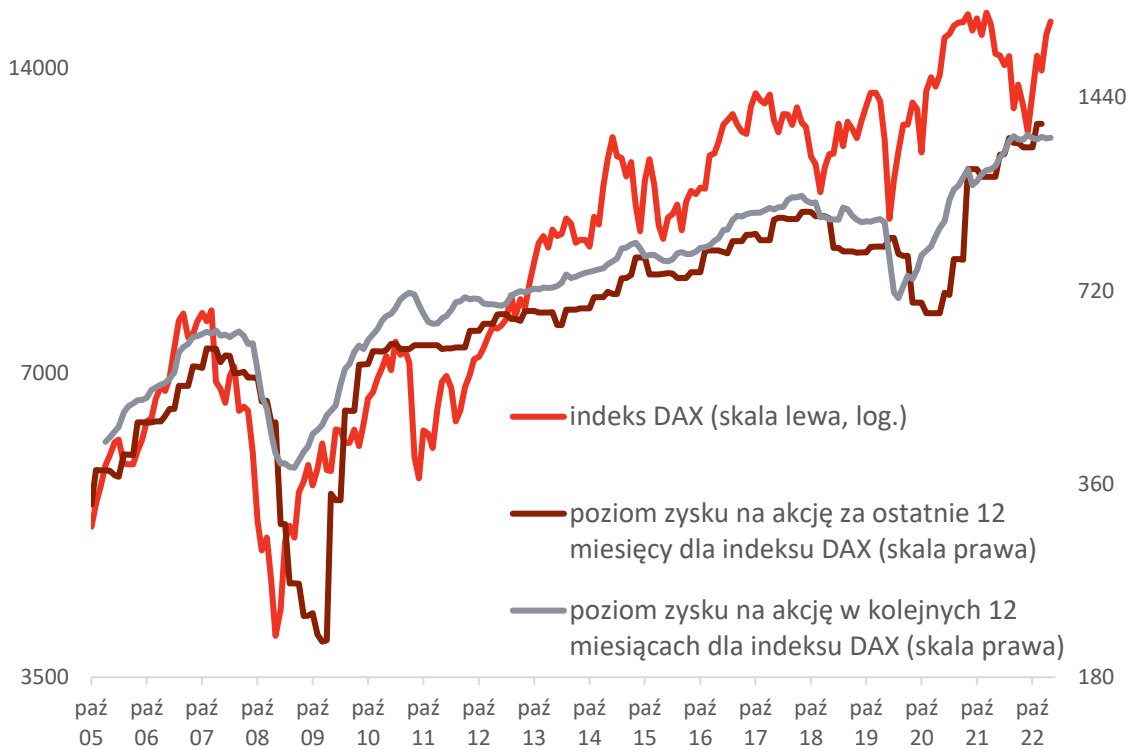


Source: Goldman Sachs Global Investment Research. As of February 17, 2023.

Global Investment Research

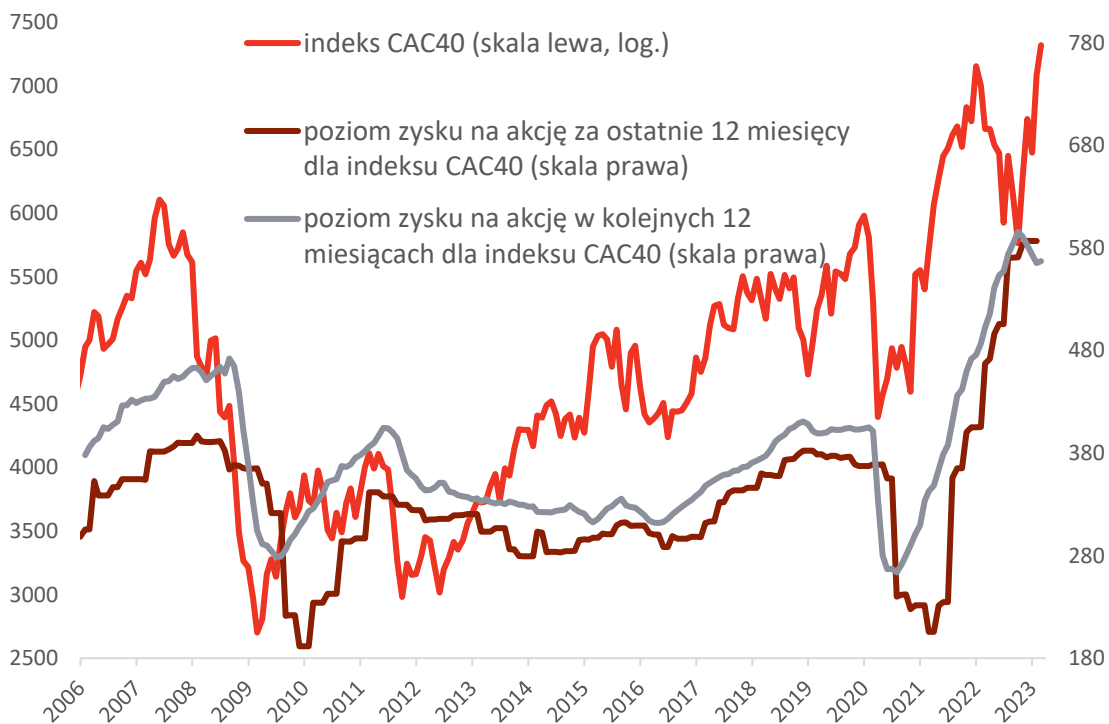
źródło: Goldman Sachs

**Wykres 49: Niemiecki DAX jest o włos od rekordu, a zyski spółek z tego indeksu mają być w tym roku równie wysokie jak w ubiegłym. Zapowiadana recesja ma być zupełnie bezobjawowa.**



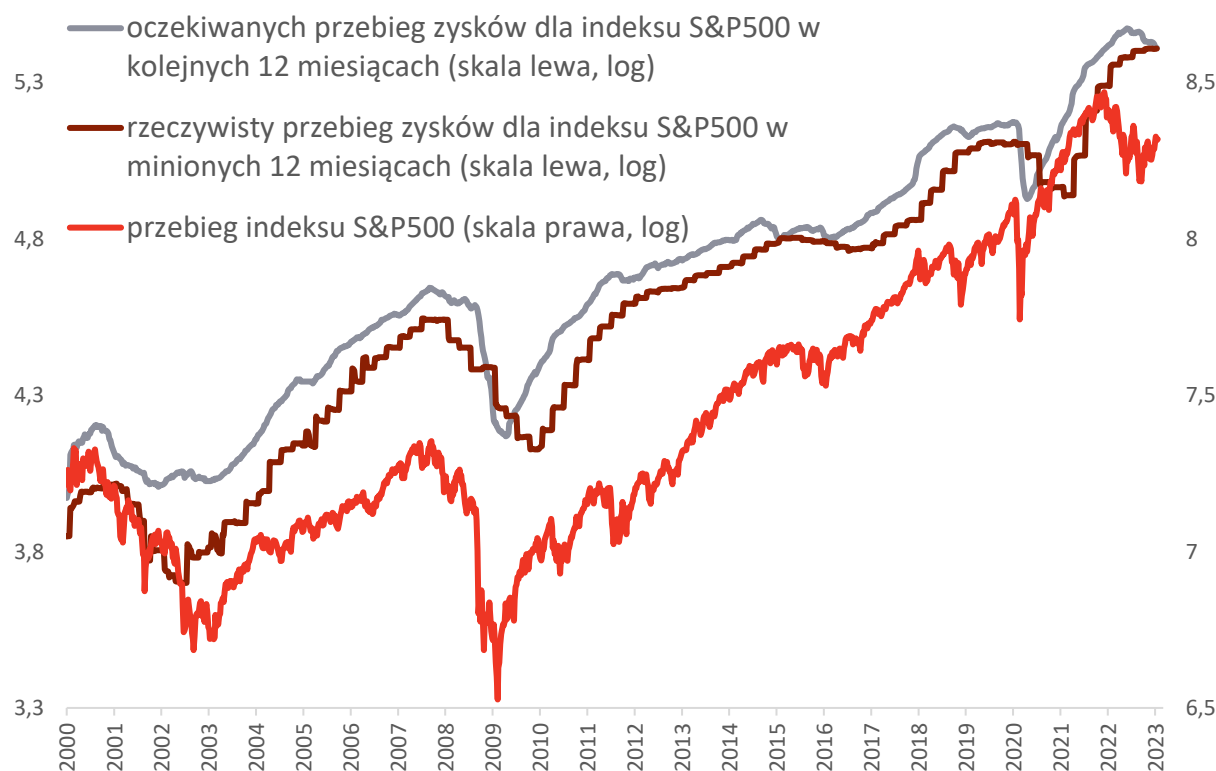
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 50: Ustanowienie nowego rekordu na giełdzie w Paryżu, stoi w sprzeczności z wizją recesji w Europie, ale nie z poziomem wypracowywanych przez firmy zysków.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 51: Jeśli zyski w amerykańskich spółkach mają być w 2023 roku takie same jak w ubiegłym, czyli rekordowo wysokie, to trudno usprawiedliwić znaczący spadek indeksów akcji.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Mając taką perspektywę trudno usprawiedliwić zejście poniżej albo nawet testowanie październikowych dołków. Inwestorzy musieliby zacząć otrzymywać więcej takich rozczarowań, jakich dostarczyła ostatnio spółka Lyft (konkurent Ubera) w następstwie czego cały tegoroczny imponujący (60%) wzrost kursu jej akcji został zniwelowany w ciągu jednej sesji (wykres 52). Jak na razie firmy, które w teorii powinny odczuwać negatywne skutki nadciągającej recesji (szczególnie przemysłowej), takie jak amerykański Caterpillar, niemiecki Siemens, czy francuski Vinci, nie tylko chwalą się rekordowymi wynikami, ale zapowiadają ich poprawę (wykresy 53-55).

## Lyft shares get crushed on weak guidance for first quarter

Rebecca Bellan @rebeccabellan / 10:55 PM GMT+1 • February 9, 2023

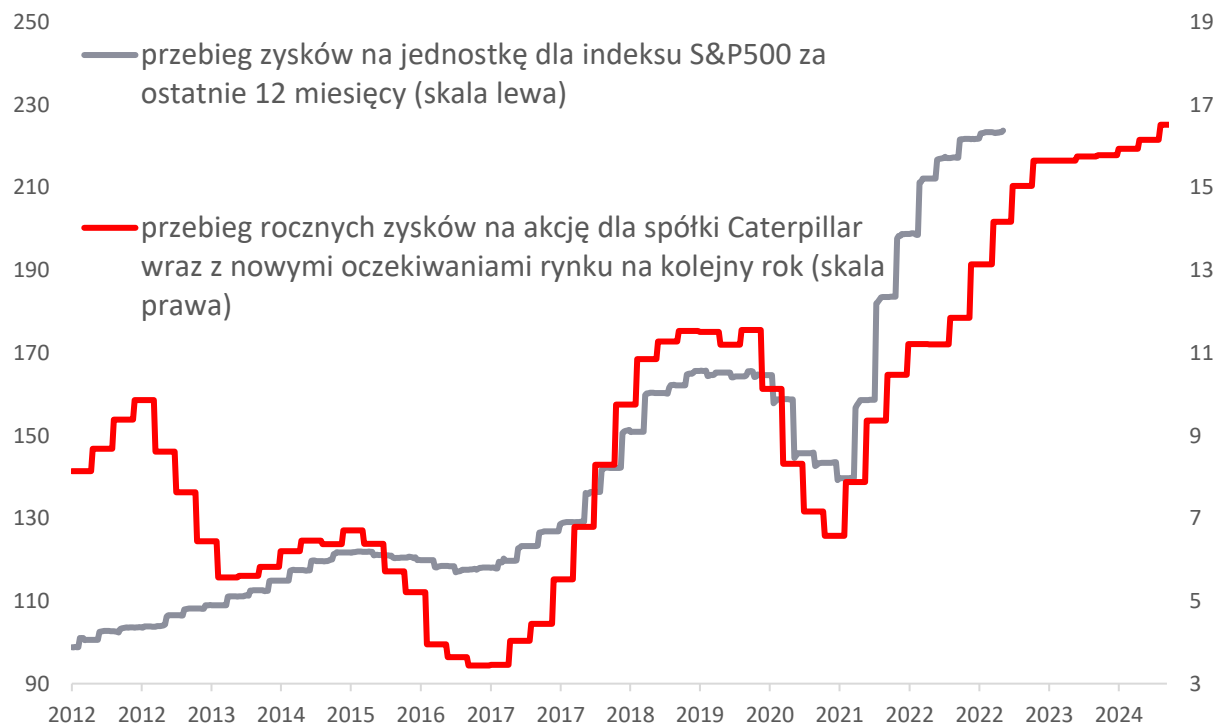
<https://techcrunch.com/2023/02/09/lyft-shares-get-crushed-on-weak-guidance-for-first-quarter/>

**Wykres 52: Jak pokazały notowania spółki Lyft nawet 60% wzrosty z pierwszych tygodni roku mogą być szybko zniwelowane, gdy zawiodą fundamenty.**



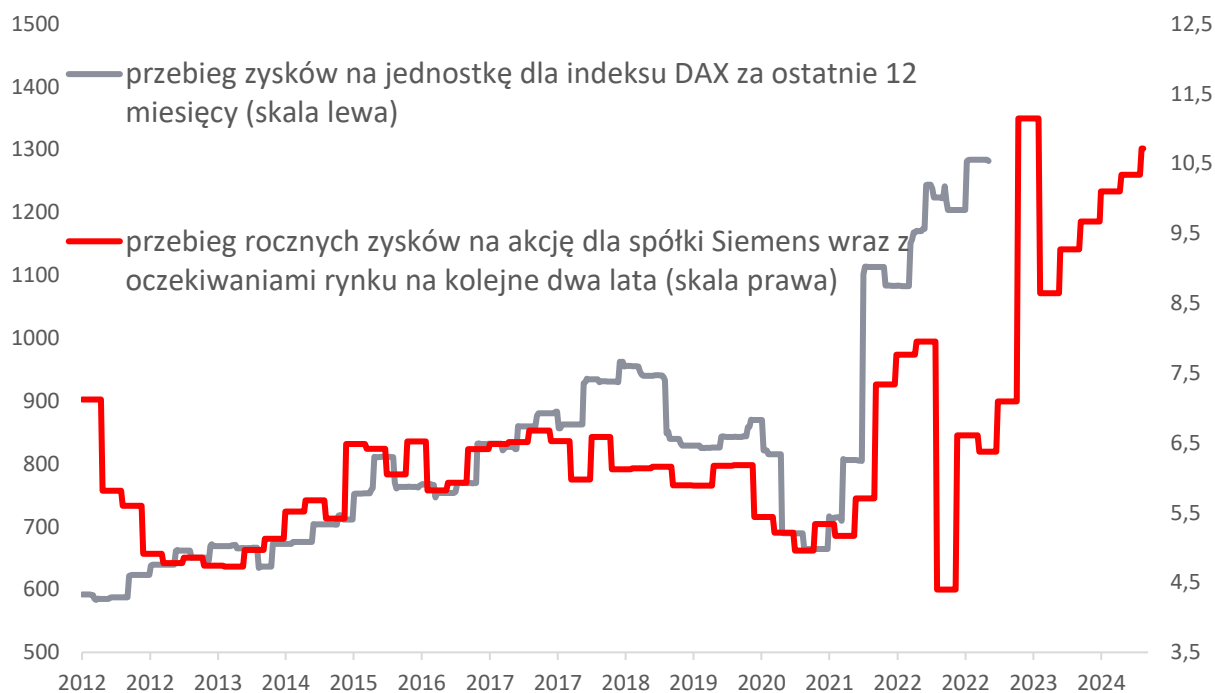
źródło: <https://stockcharts.com/h-sc/ui?s=lyft>

**Wykres 53: Fundamenty spółki Caterpillar wciąż nie potwierdzają nadejścia prawdziwej recesji.**



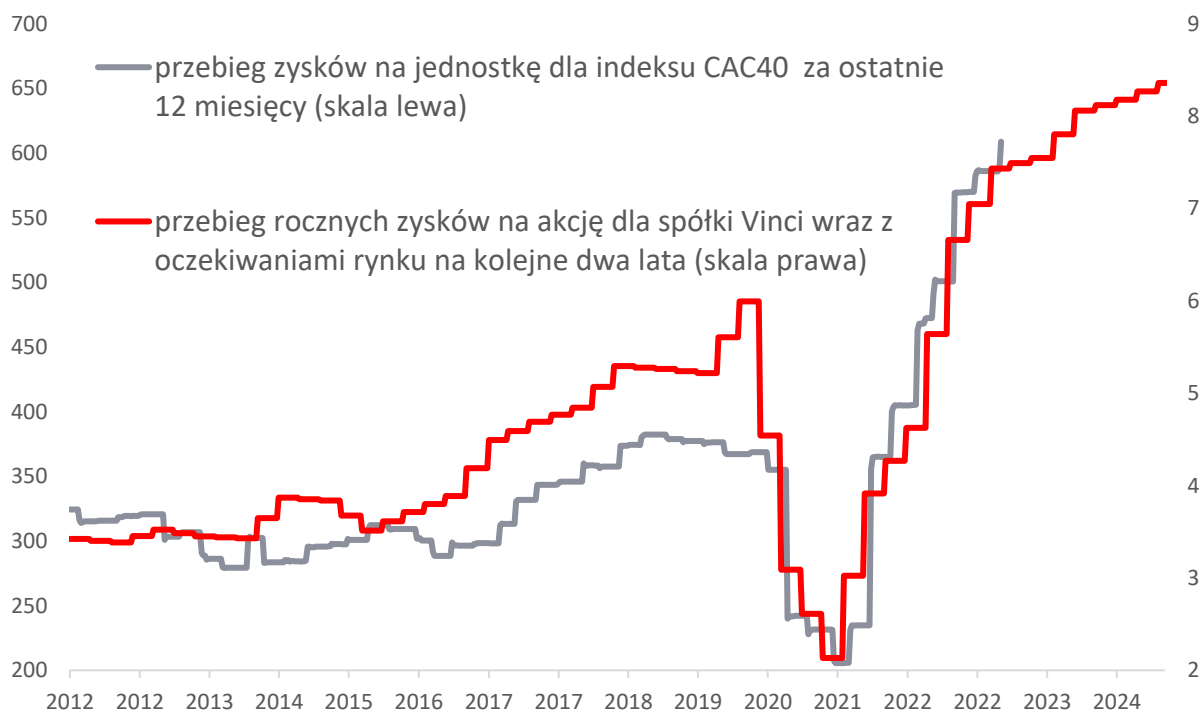
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 54: Niemiecki Siemens wciąż pozytywnie zaskakuje wynikami, które mają się dalej poprawiać. Tak nie powinno być w klasycznej recesji.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 55: Patrząc na dotychczasowe i zapowiadane wyniki francuskiego koncernu budowlanego Vinci trudno uznać, że Europa znajduje się w gospodarczej zapaści.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne



W przeciwieństwie do wielu spółek, które przynajmniej zaczęły (choć bez przekonania), korygować rekordowe osiągi z czasów pandemicznej prosperity, globalny rynek pracy nawet nie drgnął. Poza firmami z Doliny Krzemowej, które nie ustają w ścinaniu zatrudnienia, inne branże nie rozpoczęły jeszcze cięcia kosztów (wykresy 56-59). Pytanie, czy zanim zostaną do tego zmuszone, przemysł, transport i handel znowu odżyją (np. dzięki Chinom) pozostaje otwarte. Odpowiedź na nie pozwoliłaby zdefiniować charakter trwających od października wzrostów. Czy są jedynie pułapką hossy, czy może czymś więcej? Sam rynek udzieli zapewne odpowiedzi na to ostatnie pytanie już niebawem.

## Meta is reportedly about to lay off even more people

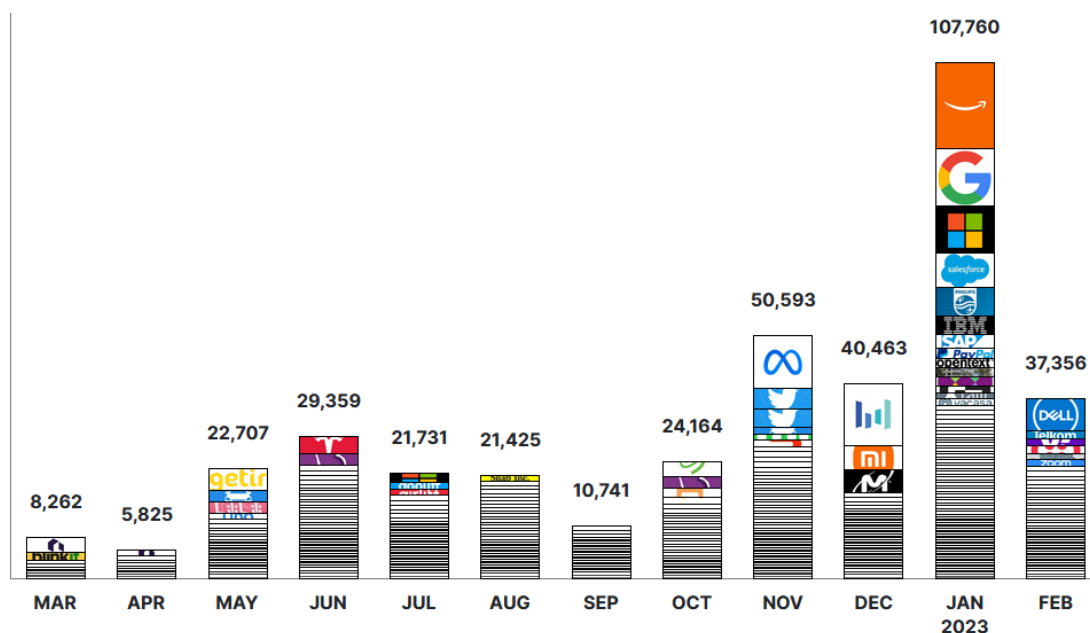
— The layoffs across the tech industry will likely continue until investors are happy

<https://www.androidpolice.com/meta-more-layoffs/>

**Wykres 56: Spółki technologiczne w USA nie ustają w ograniczaniu kosztów zatrudnienia.**

### # of Tech Employees Let Go

as of February 24, 2023



źródło: <https://www.trueup.io/layoffs>

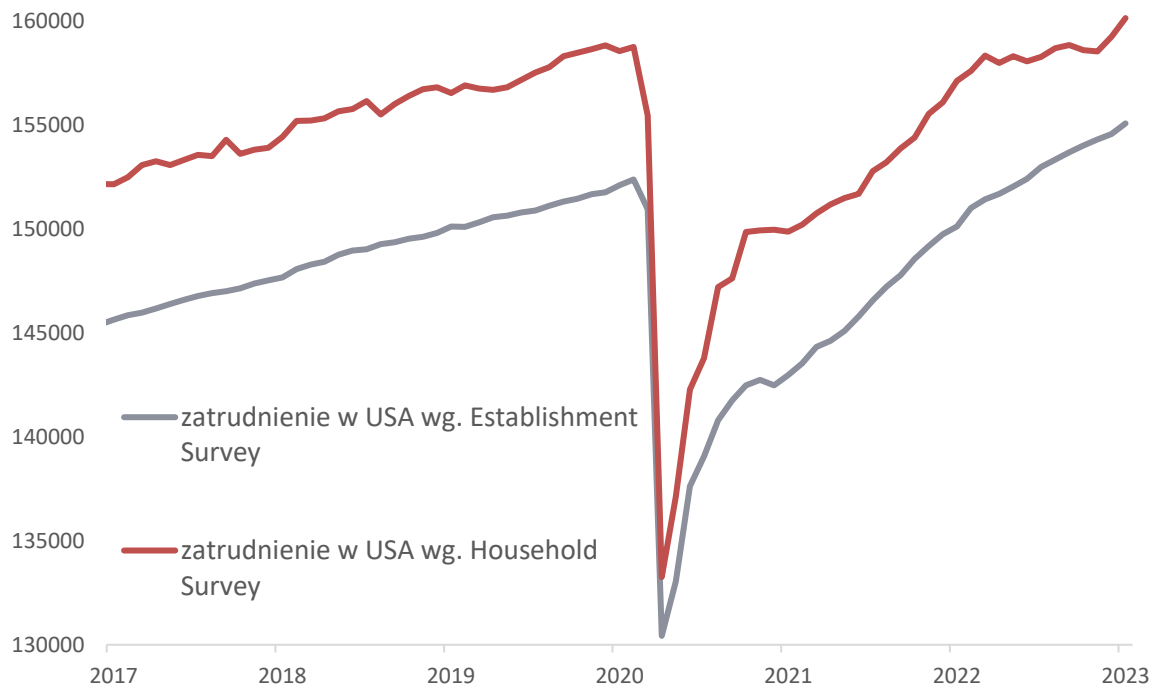
GET AHEAD

## Despite big layoffs, it's still a great time to work in tech, experts say: 'I've seen bad job markets...this is not it'

Published Fri, Feb 3 2023-12:37 PM EST

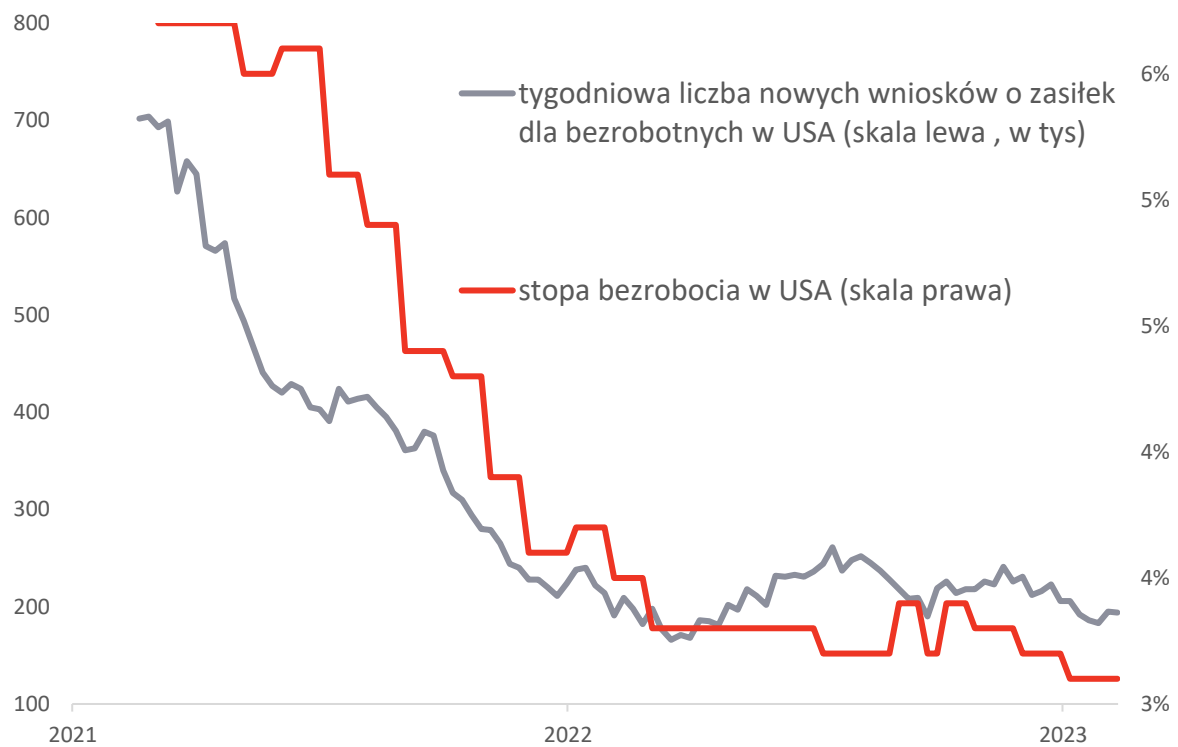
<https://www.cnbc.com/2023/02/03/despite-big-tech-layoffs-its-still-a-good-time-to-work-in-tech.html>

**Wykres 57: W całej amerykańskiej gospodarce wciąż następuje silny przyrost zatrudnienia. Problemy firm z Doliny Krzemowej nie mają przełożenia na resztę branż. Póki co.**



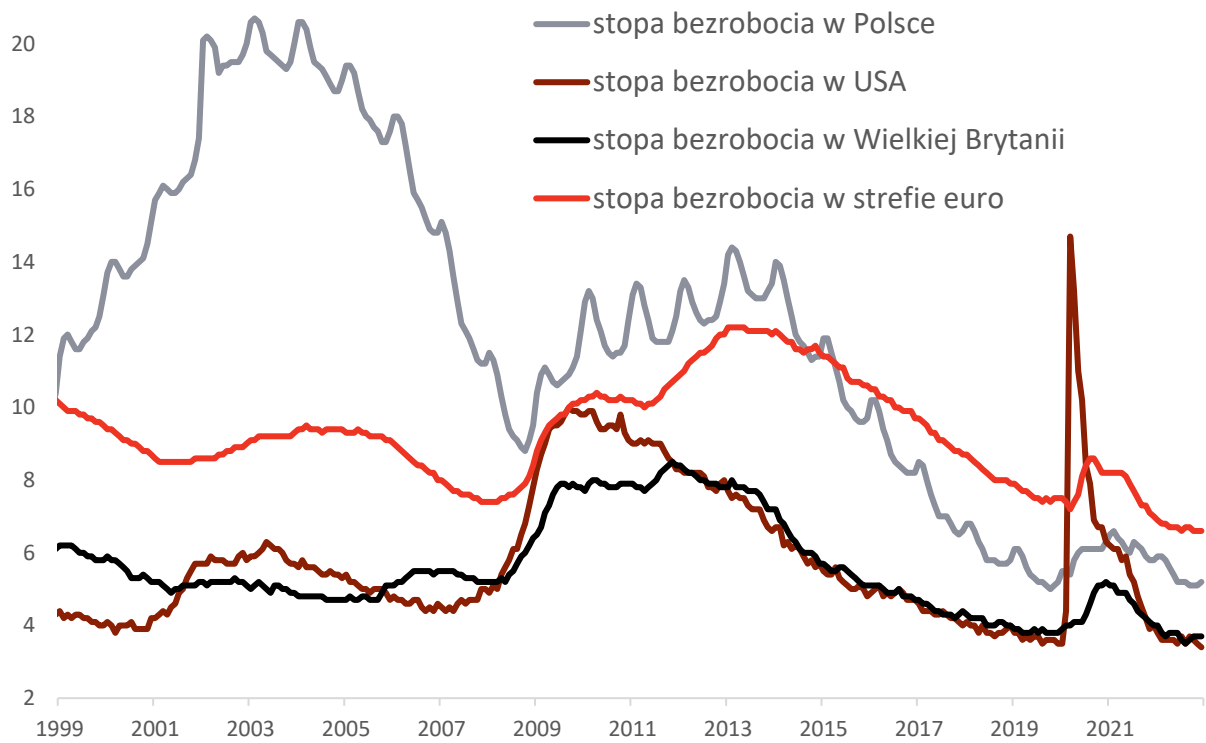
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 58: W styczniu stopa bezrobocia w USA spadła do najniższego poziomu od ponad 50 lat.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 59: Globalny rynek pracy wciąż zaskakuje siłą w obliczu przemysłowej recesji.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Niniejszy materiał ma wyłącznie charakter reklamowy. Opracowany został przez Investors TFI S.A. w związku z zarządzaniem funduszami inwestycyjnymi. Materiał oraz zawarte w nim prognozy stanowią wyłącznie wyraz poglądów jego autora i oparte zostały na stanie wiedzy aktualnym na dzień jego sporządzenia. Przy sporządzeniu materiału i zawartych w nim prognoz oparto się na informacjach pozyskanych z powszechnie dostępnych i uznanych za wiarygodne źródła, dokładając należytej staranności, aby informacje zamieszczone w niniejszym materiale były rzetelne, niemniej jednak nie można zagwarantować ich poprawności, kompletności i aktualności. Investors TFI S.A. zastrzega sobie możliwość zmiany przedstawionych opinii, w tym w przypadku zmiany sytuacji rynkowej, bez konieczności powiadamiania o niej adresatów niniejszego materiału. Investors TFI S.A. nie gwarantuje ziszczenia się scenariuszy lub prognoz zamieszczonych w niniejszym materiale, w szczególności przedstawione informacje (historyczne i prognozowane) nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Materiał niniejszy nie stanowi oferty publicznej ani publicznego oferowania w zakresie nabycia lub sprzedaży jakichkolwiek papierów wartościowych ani oferty w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny.

Wnioski wyciągnięte na podstawie przedstawionych komentarzy i prognoz nie powinny stanowić samodzielnej podstawy jakichkolwiek decyzji inwestycyjnych. Niniejszy materiał nie zawiera pełnych informacji niezbędnych do oceny ryzyka związanego z inwestycją w papiery wartościowe oraz inne instrumenty finansowe. Decyzje inwestycyjne, co do inwestowania w fundusze inwestycyjne powinny być podejmowane wyłącznie po zapoznaniu się z Prospektem Informacyjnym/Prospektem Emisyjnym funduszu, zawierającym szczegółowe informacje w zakresie: czynników ryzyka, zasad sprzedaży jednostek uczestnictwa/certyfikatów inwestycyjnych funduszy, tabelę opłat manipulacyjnych oraz informacje podatkowe. W/w Prospekty Informacyjne/Prospekty Emisyjne dostępne są w punktach dystrybucji funduszy, w siedzibie Investors TFI S.A. oraz na stronie [www.investors.pl](http://www.investors.pl).

Dotychczasowe wyniki funduszy inwestycyjnych nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Investors TFI S.A. ani zarządzane przez nie fundusze nie gwarantują osiągnięcia założonych celów inwestycyjnych funduszy. Przy nabyciu jednostek uczestnictwa/certyfikatów inwestycyjnych funduszy pobierana jest opłata manipulacyjna na zasadach i w wysokości określonej w Prospekcie Informacyjnym/Prospekcie Emisyjnym funduszu. Prezentowane stopy zwrotu z inwestycji nie uwzględniają opłat manipulacyjnych pobieranych przy nabyciu jednostek uczestnictwa/certyfikatów inwestycyjnych lub konwersji jednostek uczestnictwa. Wartość certyfikatów/jednostek uczestnictwa może cechować się dużą zmiennością, w związku z czym uczestnik funduszu powinien liczyć się z możliwością utraty części wpłaconego kapitału. Zyski osiągnięte z inwestycji w jednostki uczestnictwa/certyfikaty inwestycyjne funduszy obciążone są podatkiem od dochodów kapitałowych, na podstawie Ustawy z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych (t.j.: Dz.U. z 2012361 z późn. zm.).

Data sporządzenia materiału: 23.02.2023 r.

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

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

tel. +48 22 588 18 45 | infolinia: 801 00 33 70

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