



Komentarz miesięczny

Zarządzającego Funduszami Investors TFI

Jarosław Niedzielewski

Dyrektor Departamentu Inwestycji

Marzec 2023 r.

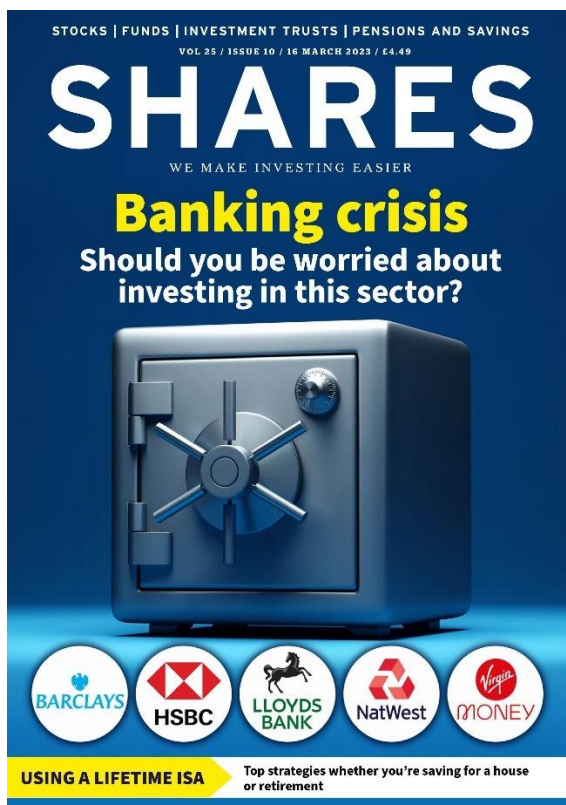


Podsumowanie

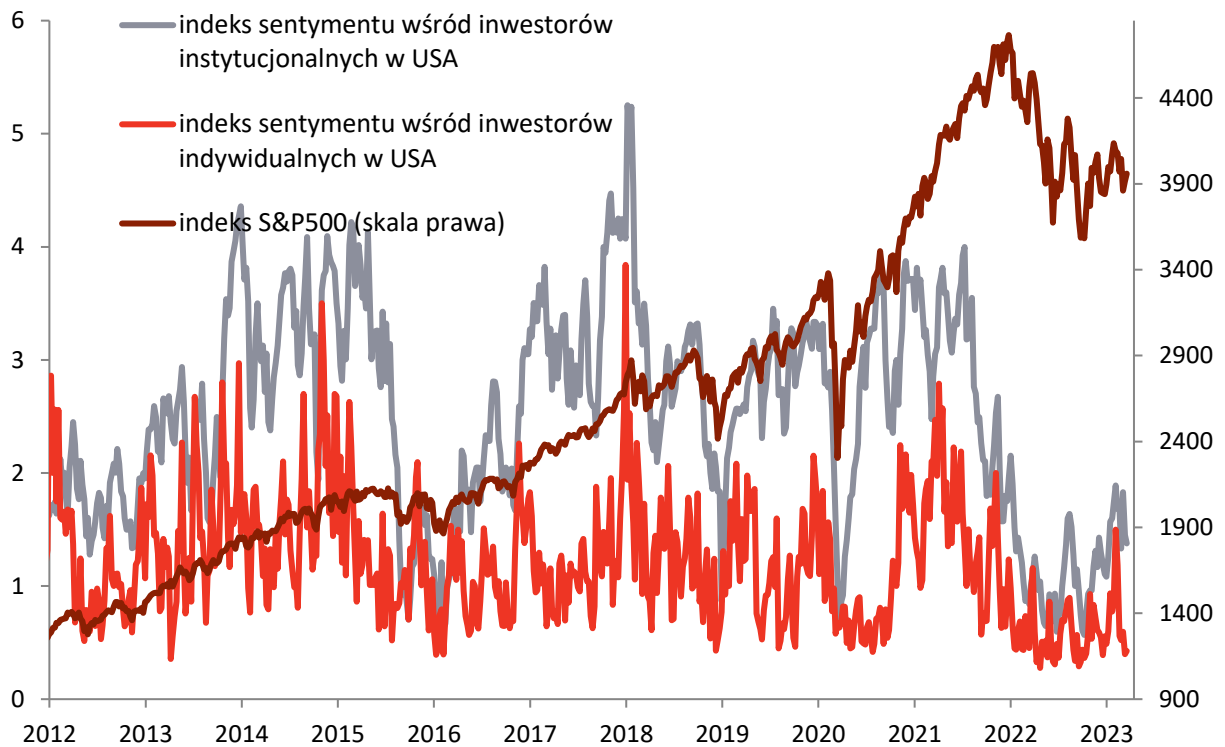
- ✦ Podczas marcowego wystąpienia przed senacką komisją bankową Jerome Powell przypieczętował konieczność dalszego zacieśniania polityki monetarnej. Ze względu na siłę rynku pracy i zbyt powolny proces dezinflacji stopy procentowe miały dojść wyżej i pozostać tam dłużej niż wcześniej zakładano. Zaledwie dwa dni później, w obliczu wybuchu kryzysu bankowego, ten misterny plan zaczął jednak rozpadać się jak domek z kart. Paniczna reakcja inwestorów spowodowała głęboką przecenę na akcji banków oraz zwrot na rynku obligacji.
- ✦ Moim zdaniem nie mamy jednak do czynienia z powtórką załamania się systemu finansowego, a kontrolowany upadek banku SVB, czy przejęcie Credit Suisse przez UBS nie stanowią odpowiednika upadku banku Lehman Brothers. Kłopoty amerykańskich banków regionalnych nie wynikają z marnej i pogarszającej się jakości aktywów. Ich skarbce nie są wypełnione papierami dłużnymi opartymi na zlewarowanych, niespłacanych kredytach, które okażą się bezwartościowe (jak to było kilkanaście lat temu).
- ✦ Trwający od dwóch tygodni kryzys płynności, wynikający między innymi z niedopasowania między aktywami a pasywami banków, który doprowadził do najsilniejszego od lat spadku rentowności 2-letnich obligacji skarbowych w USA, może niestety nieść poważne konsekwencje dla gospodarki. Zwiększa bowiem prawdopodobieństwo rozpoczęcia w drugiej połowie tego roku pełnoobjawowej recesji. Recesji, którą od dawna wskazuje negatywnie nachylona krzywa rentowności. Jej nagłe wystromienie, takie jak podczas marcowej paniki, było zazwyczaj już nie tylko zapowiedzią, ale wręcz sygnałem rychłego rozpoczęcia prawdziwej dekonjunkury.
- ✦ W ostatnim roku, zarówno w USA, jak i w Europie, banki zacieśniały politykę kredytową dla firm i gospodarstw domowych. Do tej pory nie było tego widać w dynamice akcji kredytowej, ale niedługo już będzie. Obecny kryzys wokół banków jedynie wzmocni ten trend, a o kredyt będzie jeszcze trudniej i będzie on droższy. Wystarczy wspomnieć, że borykające się z falą odpływów depozytów banki regionalne w USA odpowiadały za 50% kredytów korporacyjnych, 60% kredytów mieszkaniowych, 45% pożyczek konsumpcyjnych i w aż 80% finansowały branżę nieruchomości komercyjnych w USA.
- ✦ Choć Fed zdawał sobie sprawę, że kłopoty banków nasilą gospodarcze spowolnienie, to nie potrafiąc oszacować skali zjawiska, zdecydował się na kontynuację cyklu podwyżek. W końcu rynek pracy wciąż imponuje siłą, a inflacja nieustępliwością. Moim zdaniem ostatnie wydarzenia mocno zachwiały scenariuszem miękkiego lądowania, który rynki rozgrywały od początku roku. Pełnoobjawowa recesja powróciła właśnie do tegorocznego menu.

Komentarz miesięczny: Marzec 2023 r.

Podczas marcowego wystąpienia przed senacką komisją bankową Jerome Powell przypieczętował konieczność dalszego zacieśniania polityki monetarnej. Ze względu na siłę rynku pracy i zbyt powolny proces dezinflacji, stopy procentowe miały dojść wyżej i pozostać tam dłużej niż wcześniej zakładano. Zaledwie dwa dni później, w obliczu wybuchu kryzysu bankowego, ten misterny plan zaczął jednak rozpadać się jak domek z kart. Paniczna reakcja inwestorów spowodowała głęboką przecenę akcji banków oraz zwrot na rynku obligacji (wykresy 1-8). Nie sądzę, żeby ten niespodziewany kryzys finansowy miał przyćmić albo zbliżyć się do pierwowzoru z 2008 roku. Natomiast zbliża nas on niestety do scenariusza pełnoobjawowej recesji.

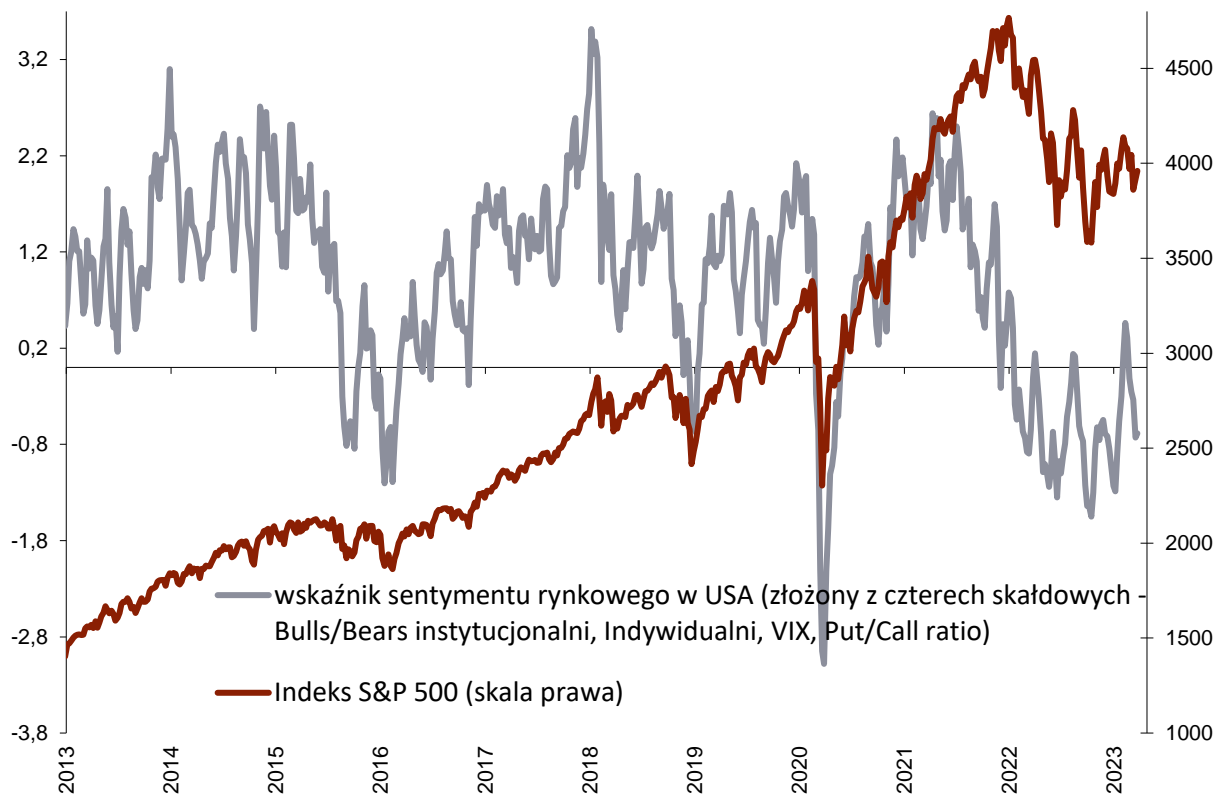


Wykres 1: Niespodziewany wybuch kryzysu wokół sektora bankowego pogorszył nastroje inwestorów.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 2: Sentyment inwestorów na Wall Street wyraźnie słabszy, ale do prawdziwej paniki daleko.

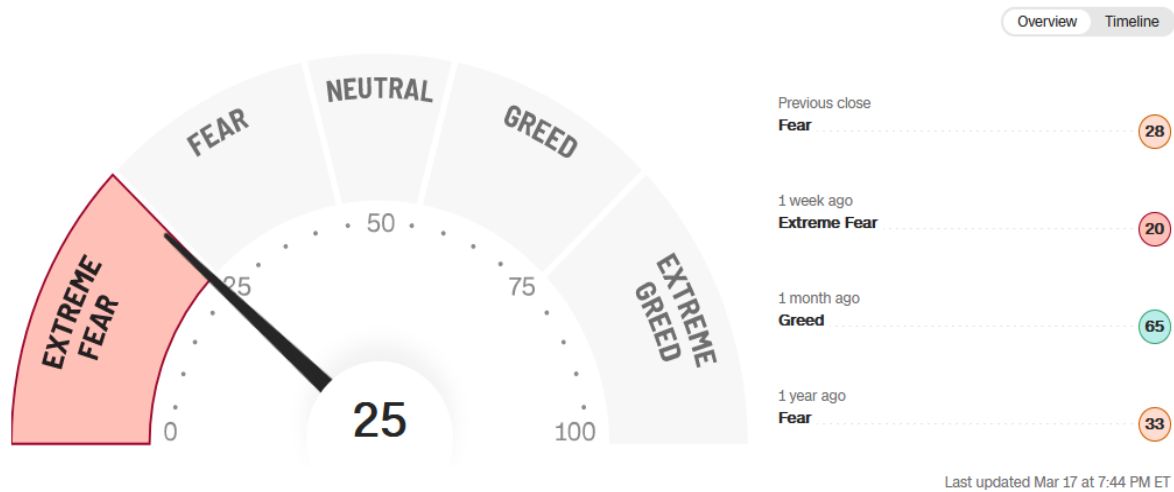


źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 3: Indeksy na rynkach akcji spadły gwałtownie, co spowodowało ich silne wyprzedanie oraz wyraźny odwrót inwestorów od ryzyka.

Fear & Greed Index

What emotion is driving the market now?
[Learn more about the index](#)

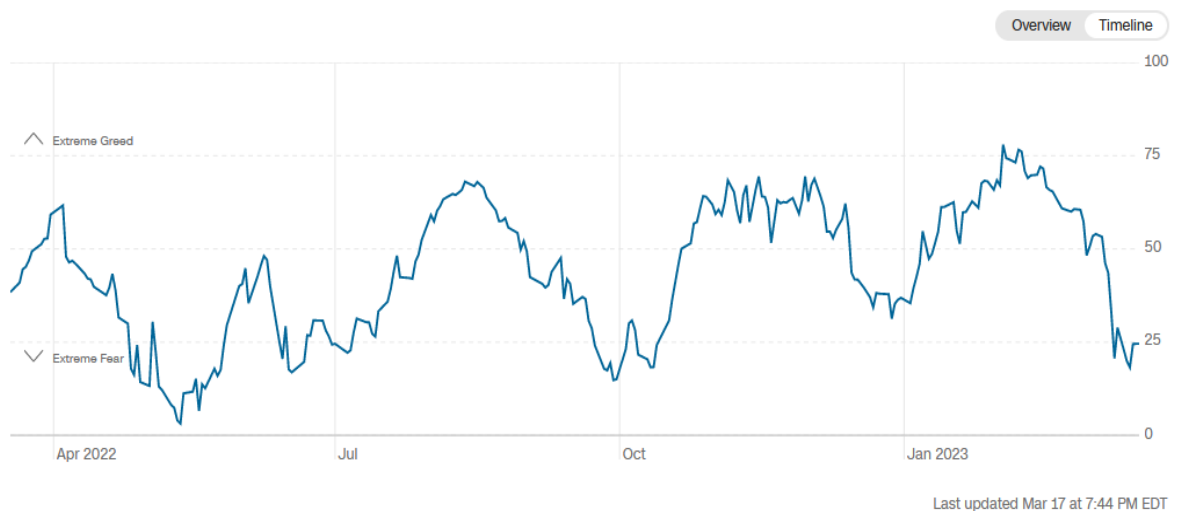


źródło: <https://edition.cnn.com/markets/fear-and-greed>

Wykres 4: Od chciwości do strachu w zaledwie kilka tygodni.

Fear & Greed Index

What emotion is driving the market now?
[Learn more about the index](#)



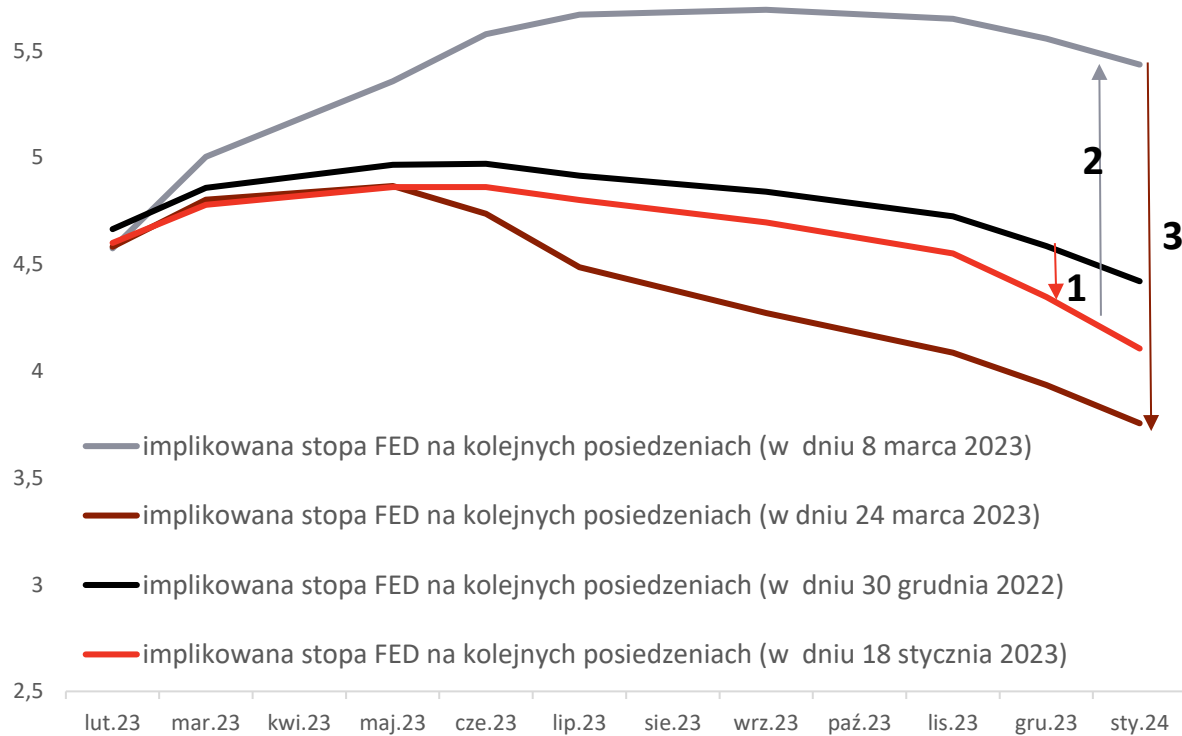
źródło: <https://edition.cnn.com/markets/fear-and-greed>

Wykres 7: Jeszcze 8 marca oczekiwany przez rynek maksymalny poziom stóp procentowych Fed piął się w górę zbliżając się do 6%. Dwa tygodnie później poziom ten jest już zdecydowanie niżej.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 8: Kryzys bankowy mocno wpłynął na przewidywania rynku co do dalszych kroków FED .



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Jako inwestorzy, do tegorocznego Dnia Kobiet żyliśmy w błogiej nieświadomości zagrożenia, które postawiło światowy sektor bankowy niemal na skraju upadku. Upadku, który mógł być ubocznym i nieprzewidzianym skutkiem zacieśnienia polityki monetarnej w USA. Przyszycaliśmy się już do widma recesji, o której trąbiono od miesięcy. Zdążyliśmy już ją nawet w tym roku odwołać, ogłaszając nadzieję miękkiego lądowania (wykres 9).

Crisis Narrative Forcing Out All Others in Bank-Obsessed Markets

- SVB, Credit Suisse contagion fear ignites stock market turmoil
- Treasury market volatility hits highest level since 2009

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-03-15/crisis-narrative-forcing-out-all-others-in-bank-obsessed-markets?sref=KRROLXCQ>

Wykres 9: Kryzys bankowy stał się nagle tematem numer jeden, zmniejszając szanse na miękkie lądowanie w gospodarce.



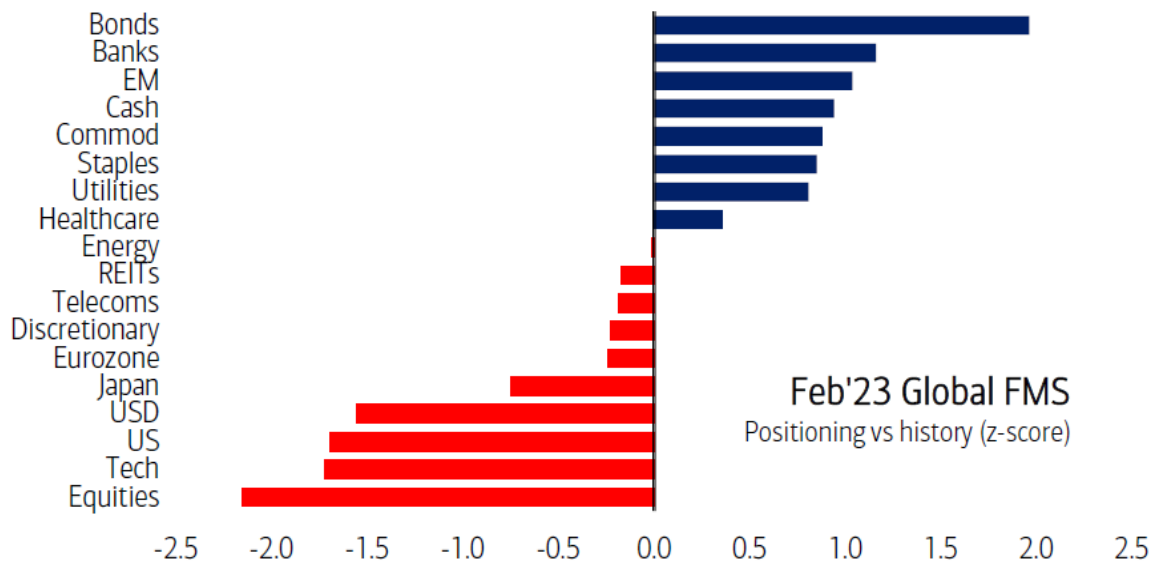
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Na implozję systemu bankowego nikt nie był jednak przygotowany. Na pewno nie zarządzający funduszami, którzy od dłuższego czasu przeważali w portfelach właśnie sektor finansowy (wykresy 10-12). Widoczne było to szczególnie w Europie, gdzie banki były największym beneficjentem podnoszonych od lipca 2022 roku stóp procentowych i głównym wygranym trwającego od października ubiegłego roku rynkowego odreagowania (indeks banków strefy euro zyskał 50%). Przypuszczam, że o potencjalnym problemie nie wiedzieli nawet ani Jerome Powell, ani senatorzy zasiadający w komisji bankowej, przed którymi szef Fed występował tuż przed wybuchem problemu w amerykańskim sektorze banków regionalnych, przekonując, że stopy procentowe powinny rosnąć bardziej i szybciej, żeby skutecznie stłumić inflację.

Wykres 10: Do lutego 2023 roku pozycja banków w portfelach inwestorów była bardzo mocna.

Chart 24: Investors are OW bonds and UW equities vs history

FMS positioning vs history (z-score)



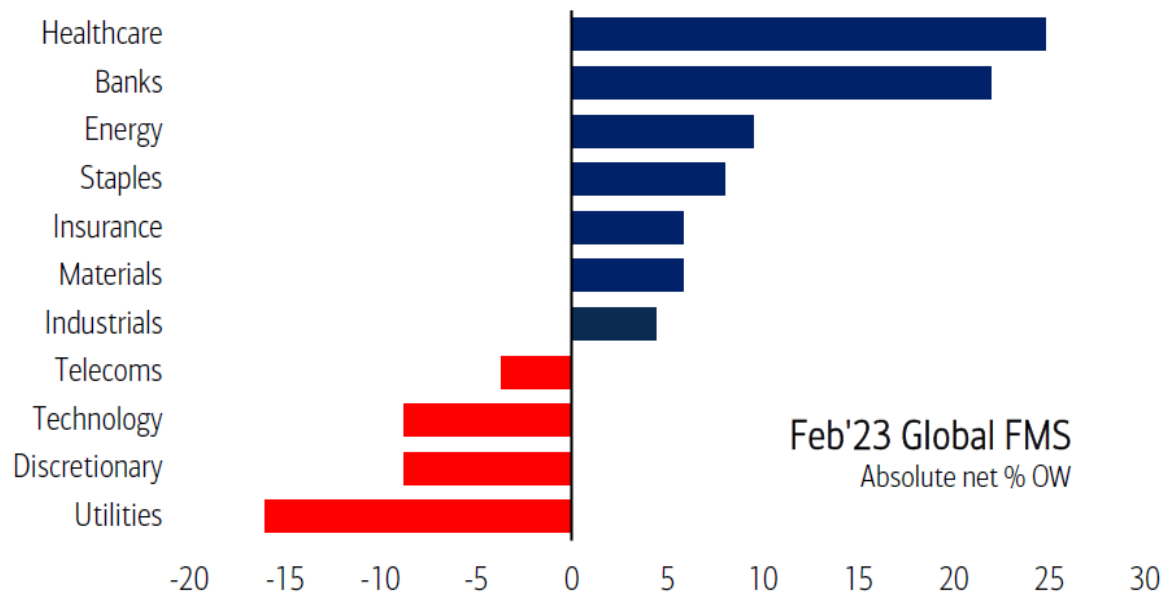
Source: BofA Global Fund Manager Survey.

źródło: BofA

Wykres 11: Banki były jednym z najbardziej przeważanych sektorów przez globalnych zarządzających.

Chart 27: FMS investors most OW healthcare, most UW utilities

Absolute net % overweight (by sector)



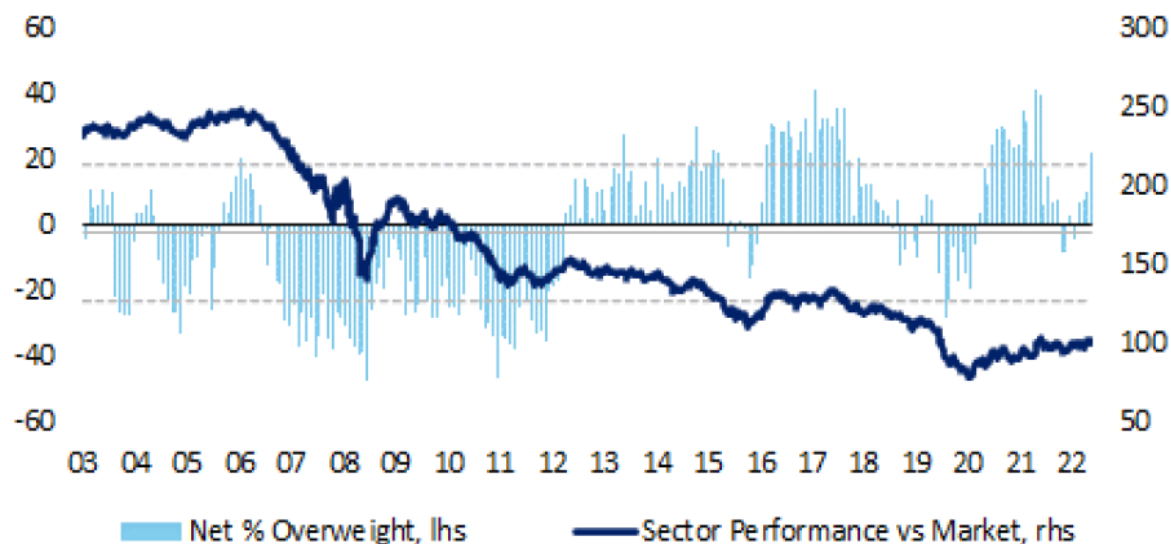
Source: BofA Global Fund Manager Survey

źródło: BofA

Wykres 12: Wzrost stóp procentowych jest zazwyczaj dobrą informacją dla bankowych fundamentów. Dlatego banki były przeważanie w portfelach już od miesięcy.

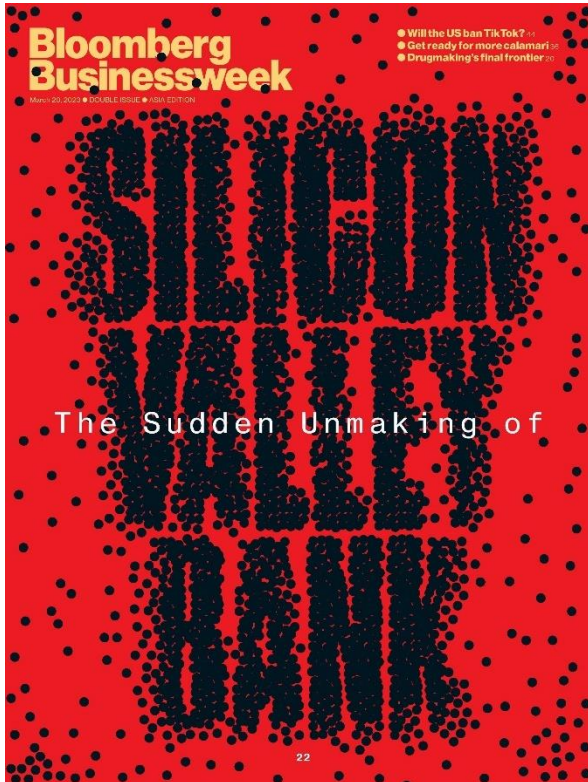
Chart 53: Global Banks

Net % of FMS investors overweight banks

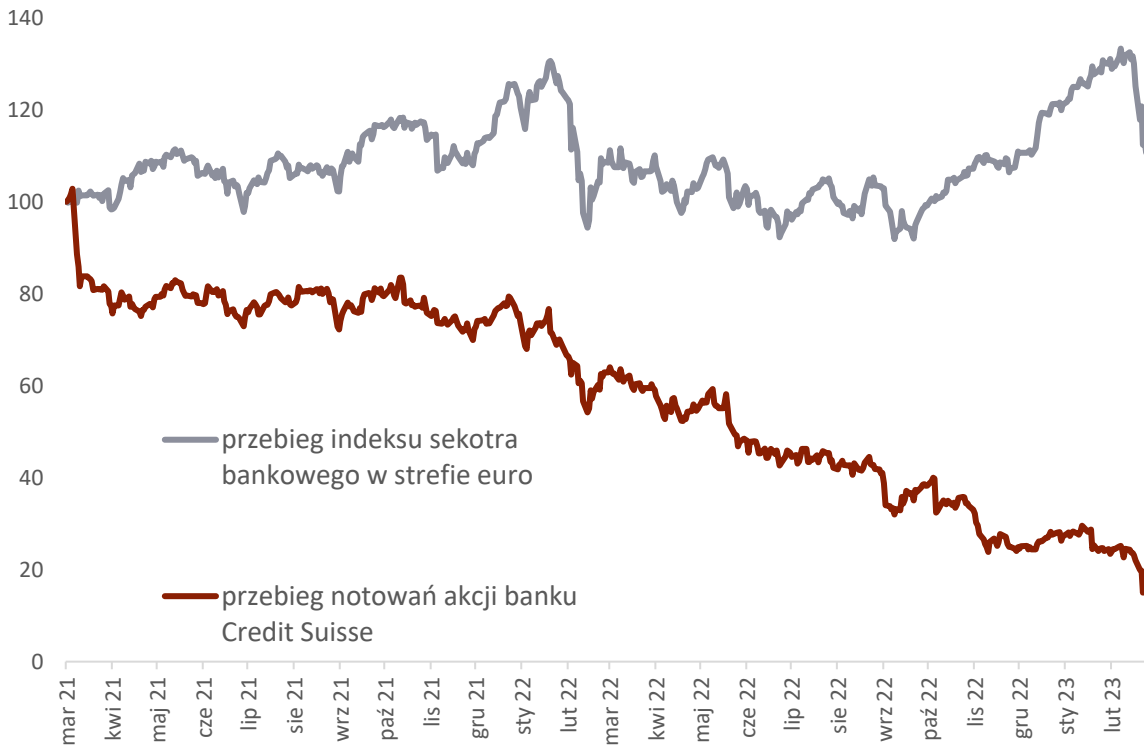


Source: BofA Global Fund Manager Survey, Datastream
źródło: BofA

Trwające od roku zacieśnianie polityki pieniężnej przez Fed i inne banki centralne jak na razie zamiast schłodzenia gospodarki, rynku pracy i konsumpcji przyniosło zdecydowanie inne i to niezamierzone skutki. Najpierw, jesienią ubiegłego roku, na krawędzi bankructwa znalazł się brytyjski sektor funduszy emerytalnych uratowany dzięki interwencji Banku Anglii. Teraz rosnące stopy procentowe i rentowności obligacji skarbowych przyczyniły się do kłopotów w amerykańskim systemie bankowym. Europejskie banki, pomijając ich najbliższe ogniwo i źródło ciągnących się od dekady kłopotów, bank Credit Suisse, stały się tym razem ofiarami globalnej awersji do sektora finansowego, a nie przyczyną problemu (wykres 13).



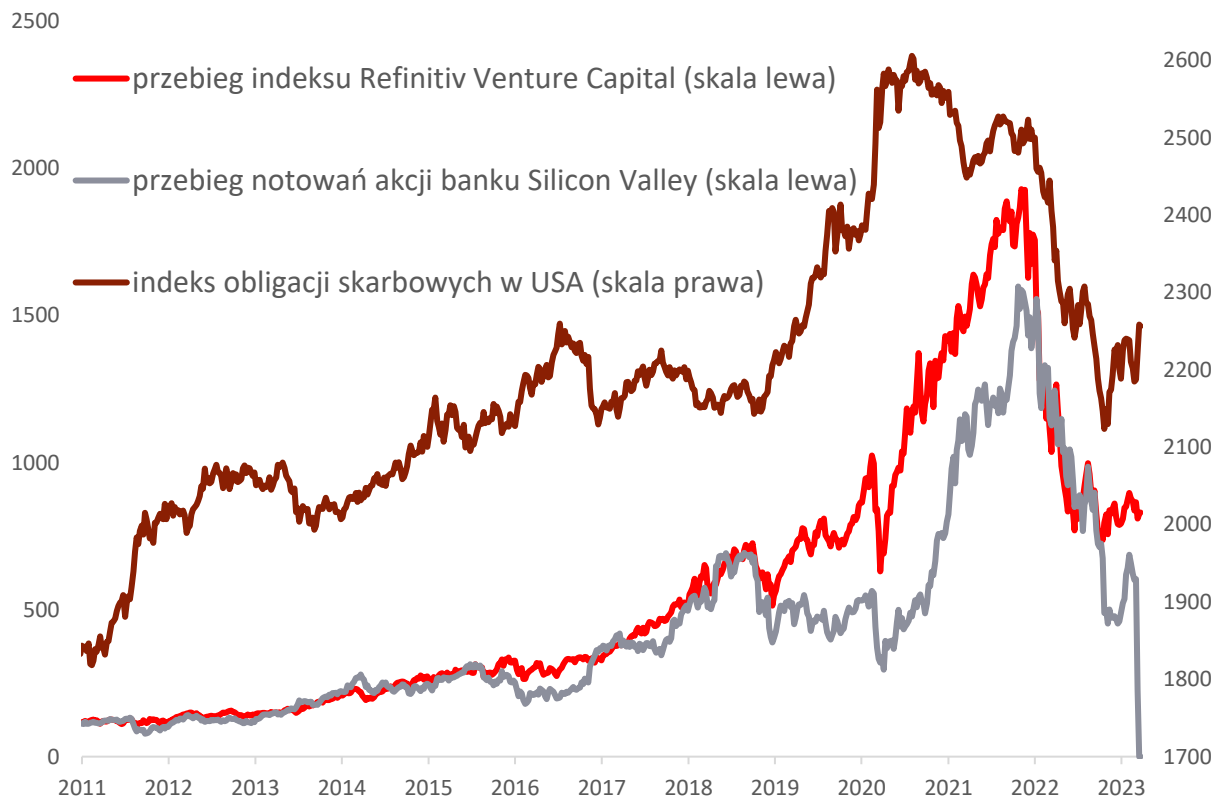
Wykres 13: Credit Suisse jako czarna owca w stadzie europejskich banków.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Zamknięcie przez amerykański nadzór zarówno Silicon Valley Bank (SVB), głównej instytucji obsługującej sektor technologicznych startupów, jak i Signature Bank, jednego z czołowych banków związanych z rynkiem kryptowalut, moim zdaniem można potraktować jako kolejną odsłonę trwającego od końca 2021 dramatu – pęknięcia bańki spekulacyjnej na rynku krypto i spółkach technologicznych oraz gwałtownego wzrostu stóp procentowych (wykres 14).

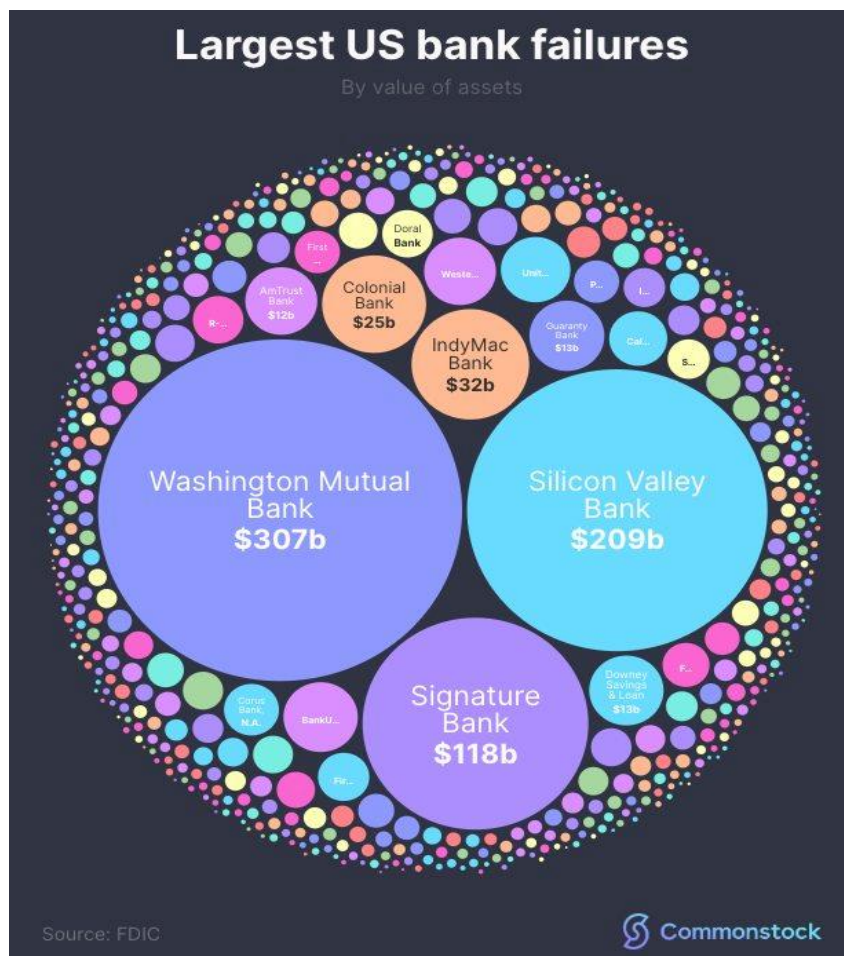
Wykres 14: Bank SVB działał praktycznie w jednej branży stając się jej zakładnikiem. Padł też ofiarą pęknięcia bańki na rynku obligacji w większym stopniu niż inne banki.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Ten spektakularnie szybki i niespodziewany upadek szesnastego pod względem wartości aktywów banku w USA był efektem gwałtownego odpływu depozytów, który nastąpił tuż po ogłoszeniu (w Dniu Kobiet) przez władze banku straty w wysokości 1,8 mld dolarów zrealizowanej na sprzedaży obligacji skarbowych i związanej z nią planowanej emisji akcji celem pokrycia ubytku w kapitałach własnych banku (wykres 15).

Wykres 15: Oba upadłe ostatnio banki znalazły się na niechlubnym podium największych bankructw w historii amerykańskiej bankowości (Lehman Brothers miał większe aktywa, ale był bankiem inwestycyjnym).

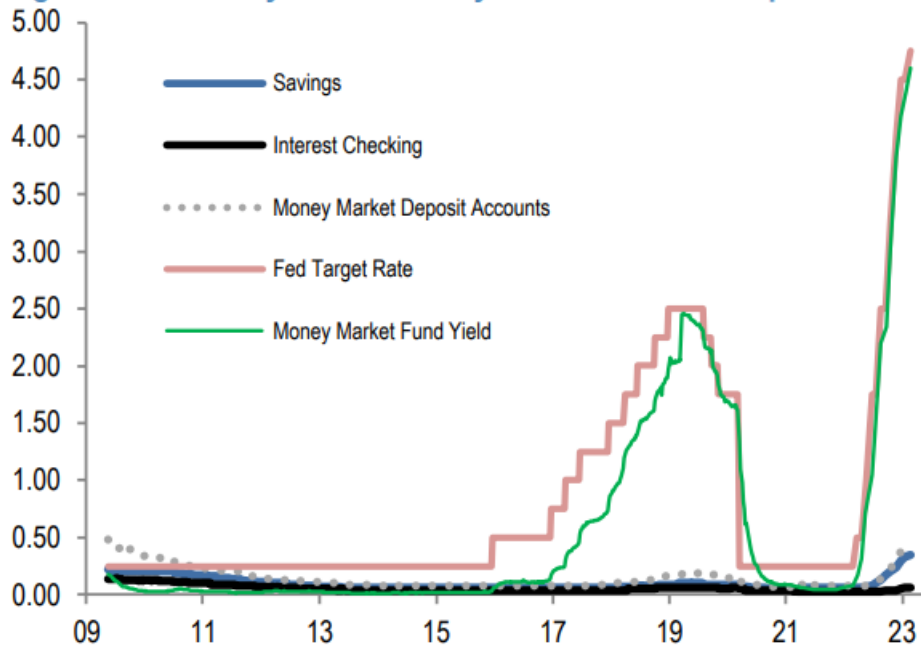


źródło: <https://www.facebook.com/photo/?fbid=751710002986806&set=a.272986807525797>

Sprzedaż papierów dłużnych była wymuszona trwającym od dłuższego czasu ciągłym odpływem depozytów, które w SVB w większości należały nowopowstałym spółek technologicznych. Po tym, jak w 2022 roku rynek IPO i SPAC praktycznie wysechł jako źródło pozyskania nowego kapitału, a pożyczki w bankach stały się droższe i trudniejsze do zdobycia, startupy z Doliny Krzemowej, które niemal z definicji „przepalają” gotówkę w pierwszych latach funkcjonowania, zostały zmuszone do korzystania jedynie z pozyskanych wcześniej środków. Efektem był trwający od początku 2022 roku ciągły spadek bazy depozytowej w banku Silicon Valley, z 189 mld USD do 173 mld USD na koniec 2022 roku. Odpływ depozytów ułatwiał fakt, że niemal połowa środków zgromadzonych na rachunkach w tym banku (jak i w wielu innych) była trzymana na nieprzynoszących odsetek depozytach na żądanie (wykresy 16-17). W tej sytuacji informacja o stracie SVB na sprzedaży obligacji wywołała lawinę kolejnych wniosków o zamknięcie depozytów – 9 marca wartość wycofywanych środków sięgnęła 42 mld dolarów. Nastąpił klasyczny run na bank, który skończył się jego upadkiem i wkroczeniem nadzoru.

Wykres 16: Za gwałtownym wzrostem stóp procentowych nie szedł wzrost oprocentowania depozytów w amerykańskich bankach.

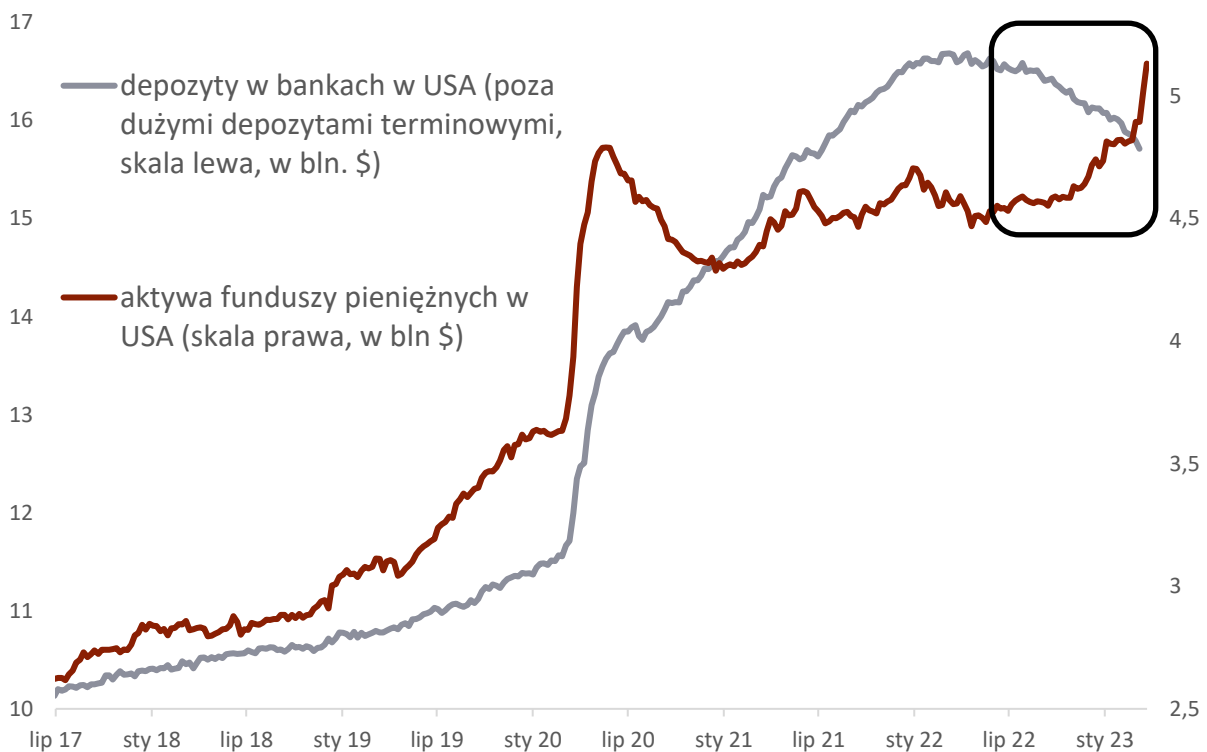
Figure 2: US Money Market Fund yields vs US bank deposit rates



Source: Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan

źródło: JP Morgan

Wykres 17: Depozyty w systemie bankowym w USA spadały już od miesiący, przenosząc się do dających dobrą stopę zwrotu funduszy rynku pieniężnego. W marcu ten trend przyspieszył.



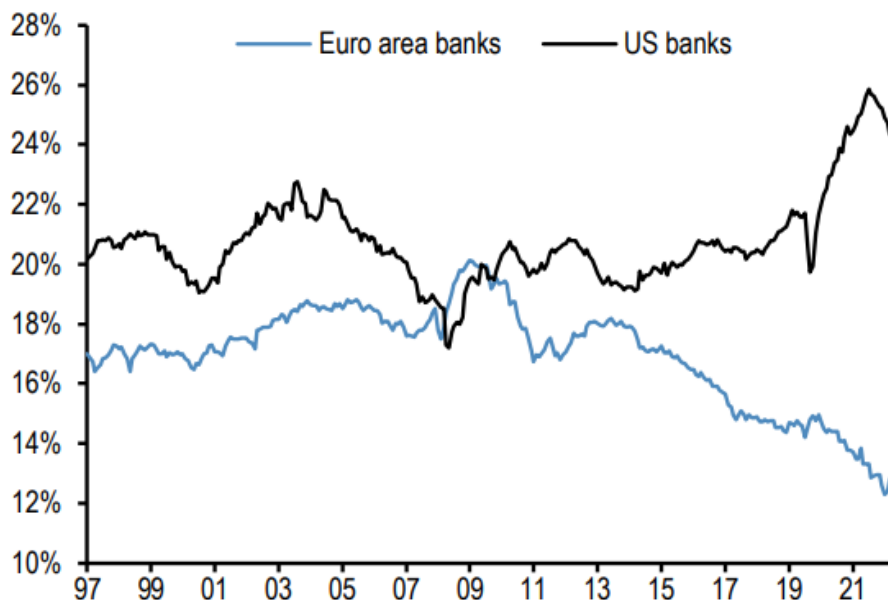
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Poza specyficznym dla banku SVB problemem ze strukturą depozytów i uzależnieniem od przeżywającej trudniejsze chwile branży technologicznych startupów, znaczącą rolę odegrała tu także struktura aktywów, w której główną część (55%) stanowiły obligacje skarbowe USA lub gwarantowane przez państwo papiery zabezpieczone hipotekami. Wraz z rosnącymi stopami procentowymi wartość tych obligacji (kupionych przede wszystkim w latach 2020-2021, przy historycznie niskich rentownościach) mocno spadła (wykres 18).

Wykres 18: Udział obligacje w aktywach amerykańskich banków mocno wzrósł w okresie pandemicznej stymulacji fiskalnej. Te teoretycznie bezpieczne aktywa wywołały iskrę, która doprowadziła do wybuchu marcowego kryzysu bankowego.

Figure 5: US and Euro area banks' debt securities holdings as a share of total assets

In %.



Source: ECB, Federal Reserve, J.P. Morgan.

źródło: JP Morgan

Banki nie muszą jednak ujmować na bieżąco tych strat w swoich wynikach finansowych, tak jak robiły to fundusze inwestycyjne przez ostatnie dwa lata. W założeniach, trzymając obligacje do wykupu otrzymają bowiem w całości zainwestowany nominal, który będą mogły zwrócić depozytariuszom. Problem pojawia się wtedy, gdy bank zmuszony jest do wcześniejszej sprzedaży obligacji po cenie zdecydowanie niższej od wartości pierwotnej inwestycji, która przecież odpowiada wartości depozytu finansującego ten zakup. Po sprzedaży obligacji „papierowa” do tej pory strata staje się prawdziwą dziurą w bilansie, którą trzeba zasypać (np. środkami z emisji akcji). W przeciwnym wypadku bank nie jest w stanie oddać depozytariuszom środków w pełnej wysokości, czyli staje się niewypłacalny. Przy skali zaangażowania SVB na rynku obligacji, zrealizowanie całych „papierowych” strat skutkowałoby wyzerowaniem kapitałów własnych (wykres 19).



Wykres 19: Gdyby zrealizować całą stratę na obligacjach kapitał własny banku SVB zostałby wyzerowany. Był to jednak wyjątek w amerykańskim systemie bankowym.

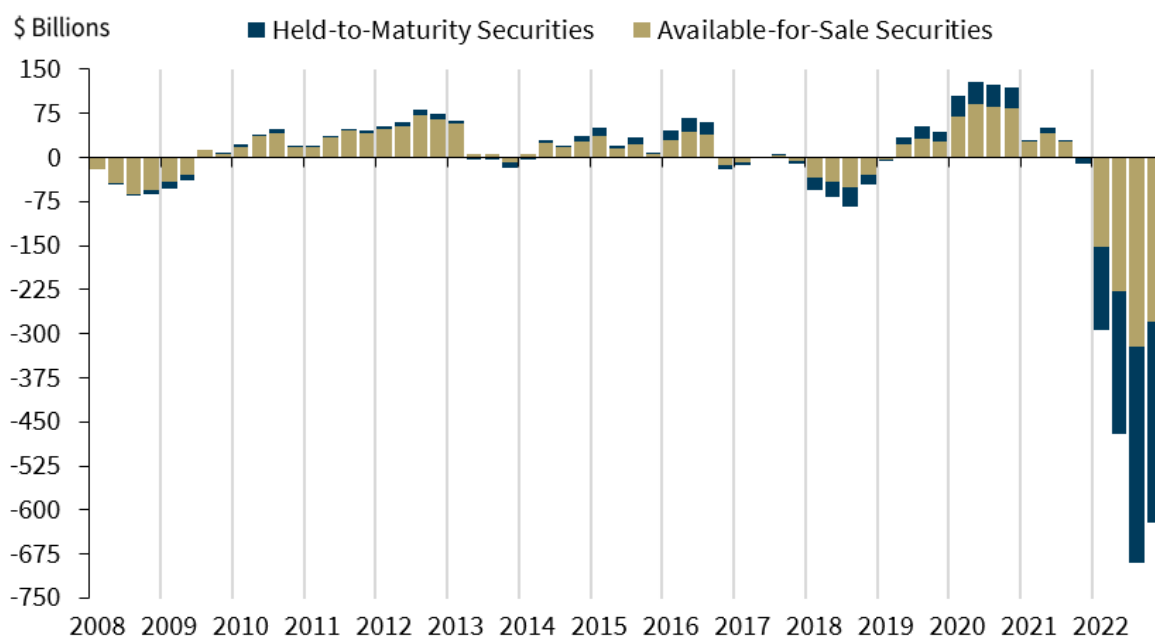


Źródło: Financial Times

Co prawda w amerykańskim systemie bankowym był to jedyny tak skrajny przypadek, ale problem niezrealizowanych strat na portfelu obligacji dotyczył większości banków w USA. Według wyceny na koniec 2022 r., wartość niezrealizowanych strat przekraczała 600 mld dolarów (wykresy 20-21). Teoretycznie instytucje finansowe mogły zabezpieczyć ryzyko stopy procentowej, kompensując spadki cen obligacji, ale w części z założenia trzymanej do wykupu nie robiły tego nawet Bank of America, czy JP Morgan. Choć wszyscy wiedzieli o tych stratach od miesięcy, to jednak nikt nie traktował ich jako problemu. Jak się zresztą okazało, szybka interwencja Fed i amerykańskiej administracji, dzięki której banki mogą odzyskać nominalną wartość posiadanych obligacji, ignorując ich rynkową wartość, rzeczywiście problem ten zamiotła pod dywan (wykres 22).

Wykres 20: Duże, niezrealizowane straty na portfelach obligacji posiadanych przez banki nie były żadną tajemnicą i nie stanowiły problemu. Do czasu.

Unrealized Gains (Losses) on Investment Securities



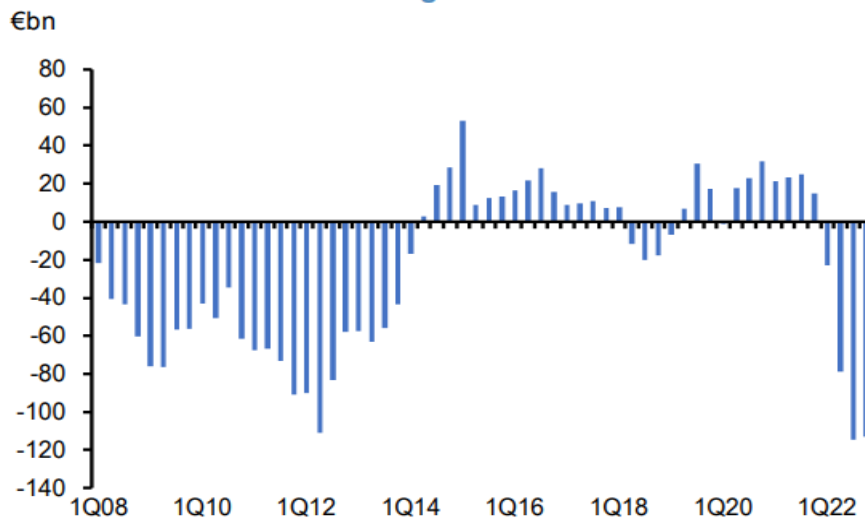
Source: FDIC.

Note: Insured Call Report filers only.

źródło: <https://www.fdic.gov/analysis/quarterly-banking-profile/qbp/2022dec/>

Wykres 21: Sektor bankowy w Europie nie ma aż tak dużego problemu z portfelem obligacji skarbowych, jak amerykańskie banki.

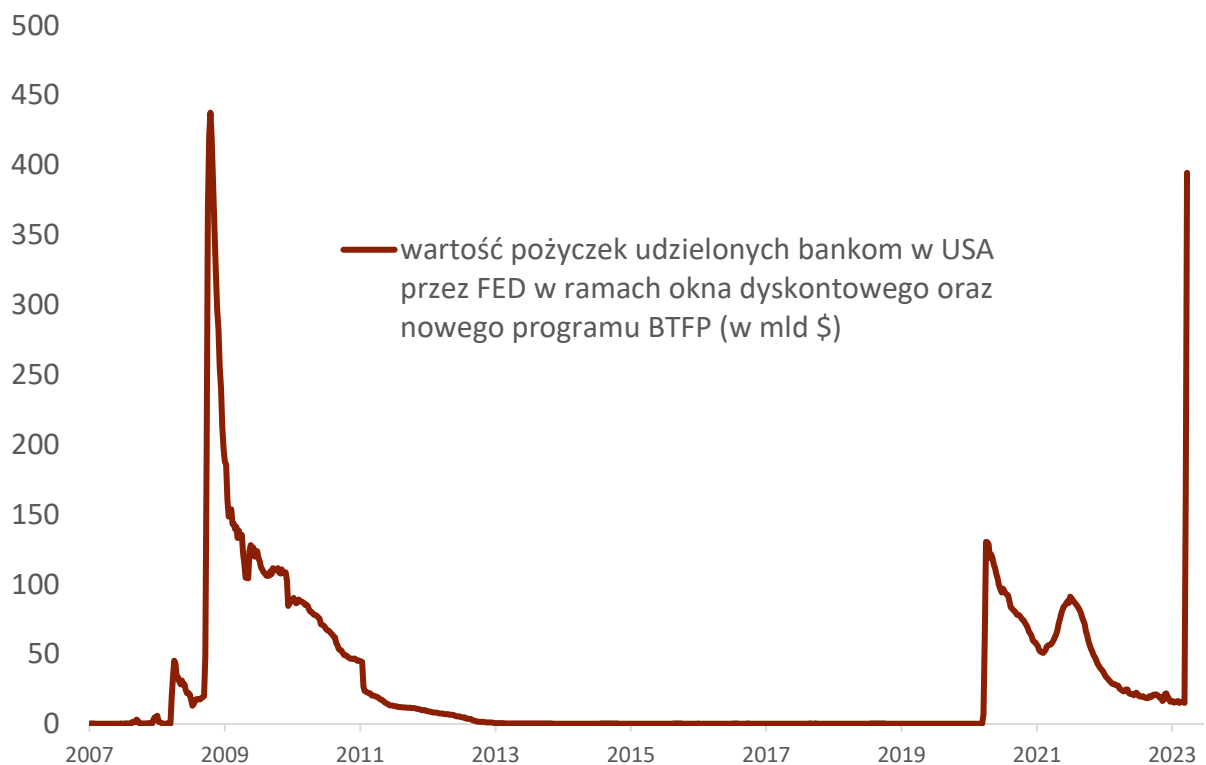
Figure 4: Cumulative revaluation adjustments on Euro area banks' debt securities holdings



Source: ECB, J.P. Morgan.

źródło: JP Morgan

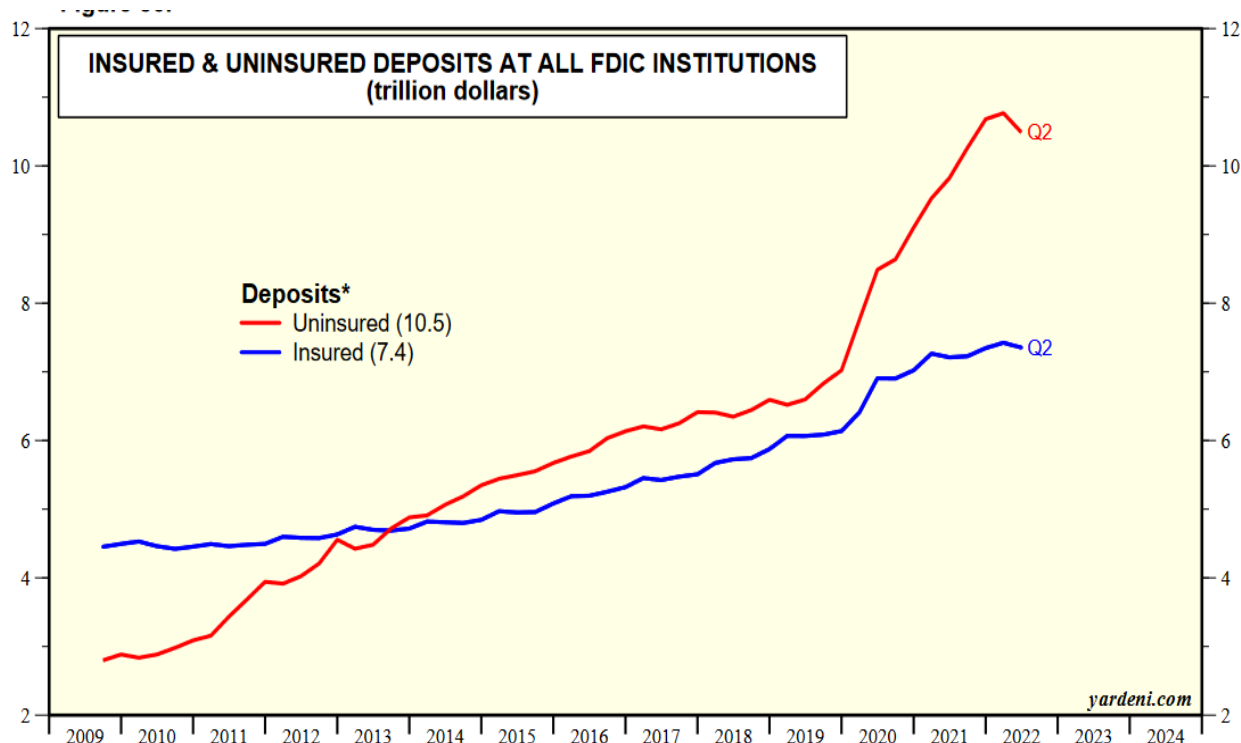
Wykres 22: Amerykański rząd oraz Fed bardzo szybko zaradzili problemowi z obligacjami w systemie bankowym, ale problem z masowym ubytkiem depozytów jest poważniejszy i wymaga dużej skali interwencji banku centralnego.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Nie zatrzymało to jednak finansowego domina. Zaniepokojenie inwestorów, a szczególnie depozytariuszy, wzbudziło inne powszechnie znane zagadnienie, które również nie było uznawane do tej pory za czynnik ryzyka. Chodzi o znaczący udział w amerykańskim systemie bankowym nieubezpieczonych depozytów, który szczególnie wysoki jest w wielu bankach regionalnych. Podczas kryzysu lat 2008-09 udział nieubezpieczonych depozytów w USA wynosił niecałe 40%. Dziś jest to już 60% (konsekwencja drukowania pieniądza w latach 2020-21), a w bankach regionalnych takich, jak zamknięte właśnie SVB, czy Signature Bank – nawet ponad 90% (wykres 23). Większość tych dużych depozytów należy oczywiście do firm, które w przypadku obu przejętych pod nadzór komisaryczny banków, zostały „w drodze wyjątku” również objęte federalnym ubezpieczeniem. Ponieważ jednak firmy mające spore środki ulokowane w innych bankach nie mają pewności czy też będą mogły liczyć na tak wyjątkowe traktowanie, kontynuują wycofywanie depozytów z banków regionalnych.

Wykres 23: Wartość nieubezpieczonych depozytów w amerykańskich bankach bardzo mocno wzrosła w czasie pandemicznej stymulacji fiskalnej i monetarnej. Nie była to żadna tajemna wiedza. Do 8 marca 2023 roku nikt (w szczególności firmy trzymające w bankach środki większe niż limit federalnego ubezpieczenia) jednak się tym faktem nie przejmował.



* Deposit accounts with more than \$250,000 are not insured, while those equal to \$250,000 or less are insured by the FDIC.
Source: Federal Deposit Insurance Corporation.

źródło: <https://www.yardeni.com/pub/fbbnew.pdf>



Na naszych oczach wciąż rozgrywa się dramatyczna walka o utrzymanie na powierzchni banku First Republic (równie duży jak SVB). Do jego ratowania zaangażowane zostało całe konsorcjum, z bankiem JP Morgan na czele, co w 15. rocznicę przejęcia przez tę największą instytucję finansową w USA banku Bear Stearns, przywodzi na myśl kryzys bankowy lat 2008-09 (wykres 24).

MARKETS | FINANCE

Eleven Banks Deposit \$30 Billion in First Republic Bank

Regulators say move by JPMorgan and others demonstrates system's resilience

<https://www.wsj.com/articles/jpmorgan-morgan-stanley-and-others-in-talks-to-bolster-first-republic-4f9eeb76>

Jamie Dimon regretted saving Bear Stearns and Washington Mutual in 2008. Now the JPMorgan CEO is leading an attempt to rescue another flailing bank

BY NICHOLAS GORDON

March 21, 2023 at 9:35 AM GMT+1

<https://fortune.com/2023/03/21/jpmorgan-ceo-jamie-dimon-first-republic-bank-rescue/>



Ten trwający od dwóch tygodni kryzys płynności, wynikający między innymi z niedopasowania między aktywami a pasywami banków, który doprowadził do najsilniejszego od krachu z października 1987 roku i ataku na WTC w 2001 roku spadku rentowności 2-letnich obligacji skarbowych w USA, może niestety nieść poważne konsekwencje dla gospodarki (wykresy 25-27). Zwiększa bowiem prawdopodobieństwo rozpoczęcia w drugiej połowie tego roku pełnoobjawowej recesji. Recesji, którą od dawna wskazuje negatywnie nachylona krzywa rentowności. Jej nagłe wystromienie (rentowność obligacji 2-letnich spadła bardziej niż 10-letnich), takie jak podczas marcowej paniki, było zazwyczaj już nie tylko zapowiedzią, ale wręcz sygnałem rychłego rozpoczęcia prawdziwej dekonunktury (wykresy 28-29).

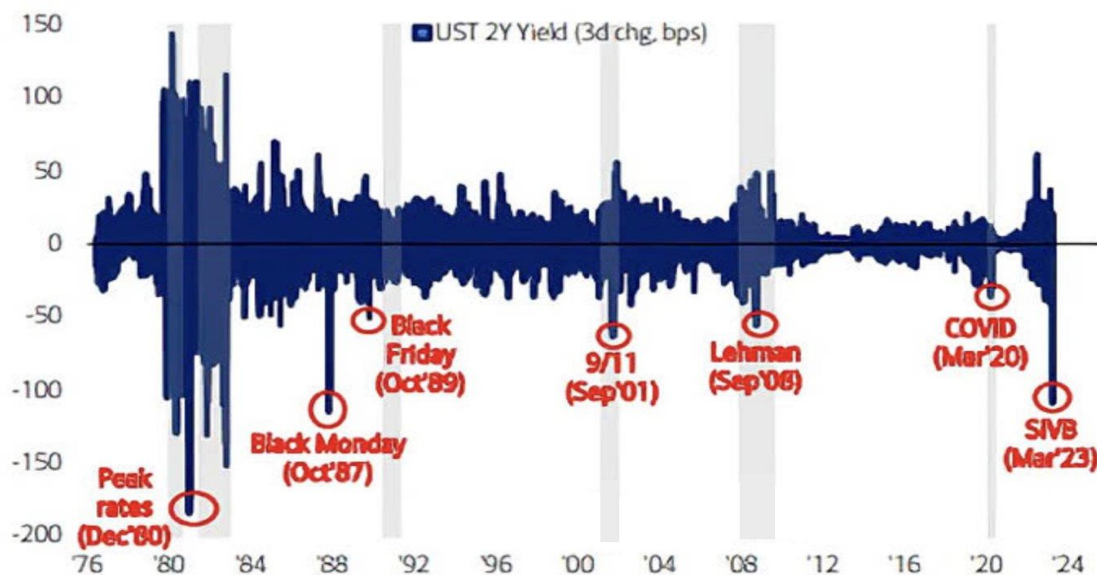
2-year Treasury yield posts biggest 3-day decline since aftermath of 1987 stock crash

PUBLISHED MON, MAR 13 2023-5:40 AM EDT | UPDATED MON, MAR 13 2023-4:21 PM EDT

<https://www.cnbc.com/2023/03/13/us-treasury-yields-investors-assess-the-state-of-the-economy.html>

Wykres 25: Gwałtowne spadki rentowności krótkoterminowych obligacji to cecha każdego znaczącego kryzysu.

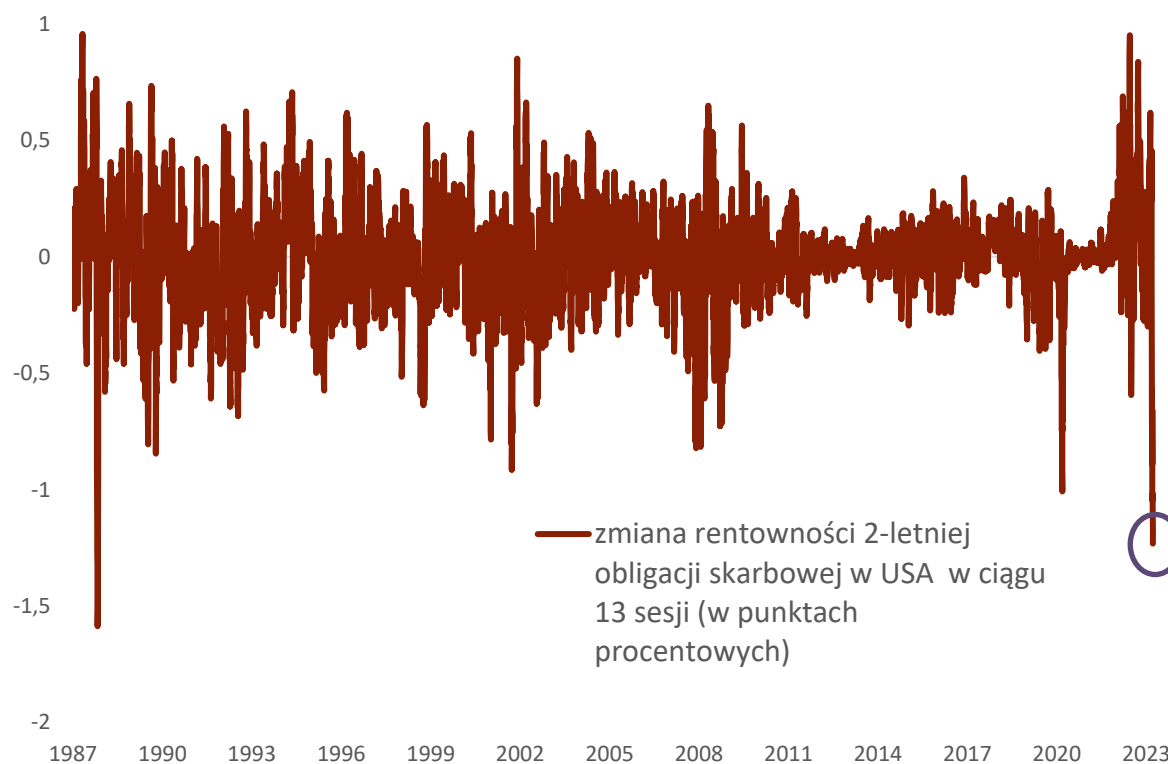
Biggest 3-Day Drop In 2-Year Yield Since Oct 1987 Crash



Source: BofA Global Investment Strategy, Bloomberg

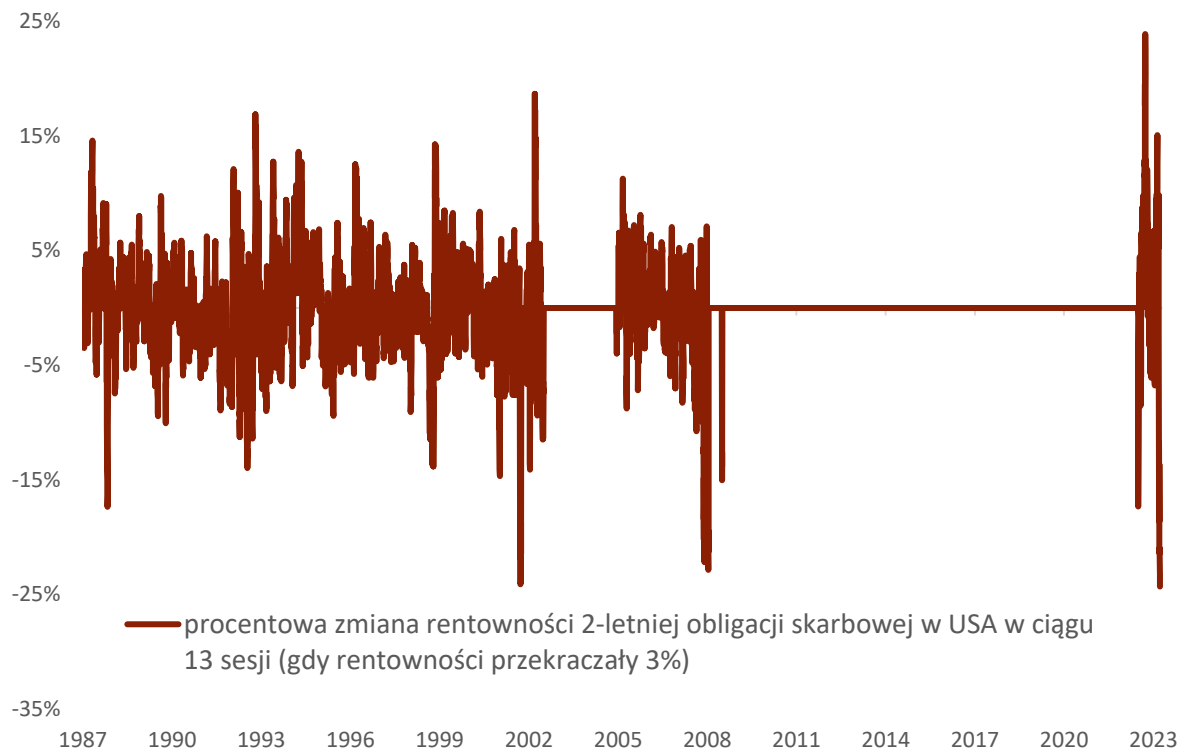
źródło: BofA

Wykres 26: Póki co, rentowności krótkoterminowych obligacji nie chcą odreagować po historycznie znaczącym tąpnięciu.



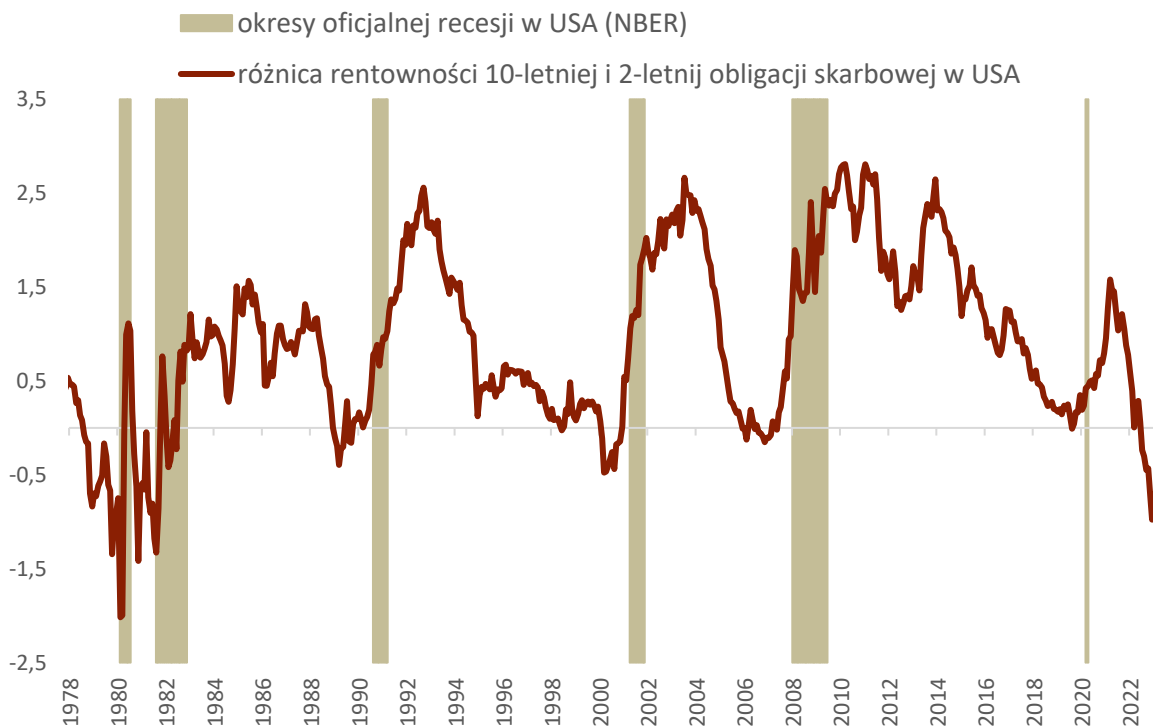
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 27: Skala reakcji rynku obligacji na obecny kryzys jest porównywalna (relatywnie do poziomu stóp procentowych) z paniką po atakach na WTC i początkiem recesji w styczniu 2008 roku.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 28: Nagłe wystromienie krzywej rentowności (po wcześniejszej inwersji) zawsze było sygnałem rozpoczęcia pełnoobjawowej recesji.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

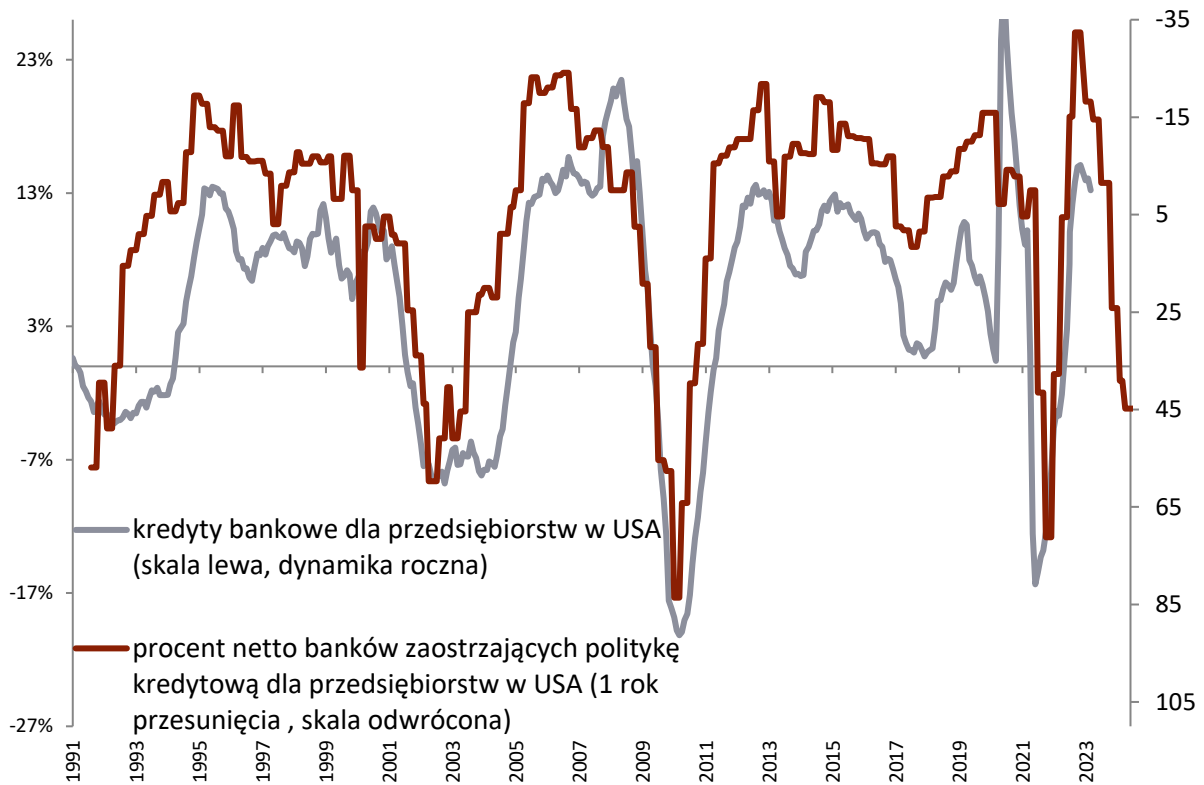
Wykres 29: Jeśli sygnał wysłany przez krzywą rentowności ma się sprawdzić, to amerykański przemysł nie skończył jeszcze fali słabości.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

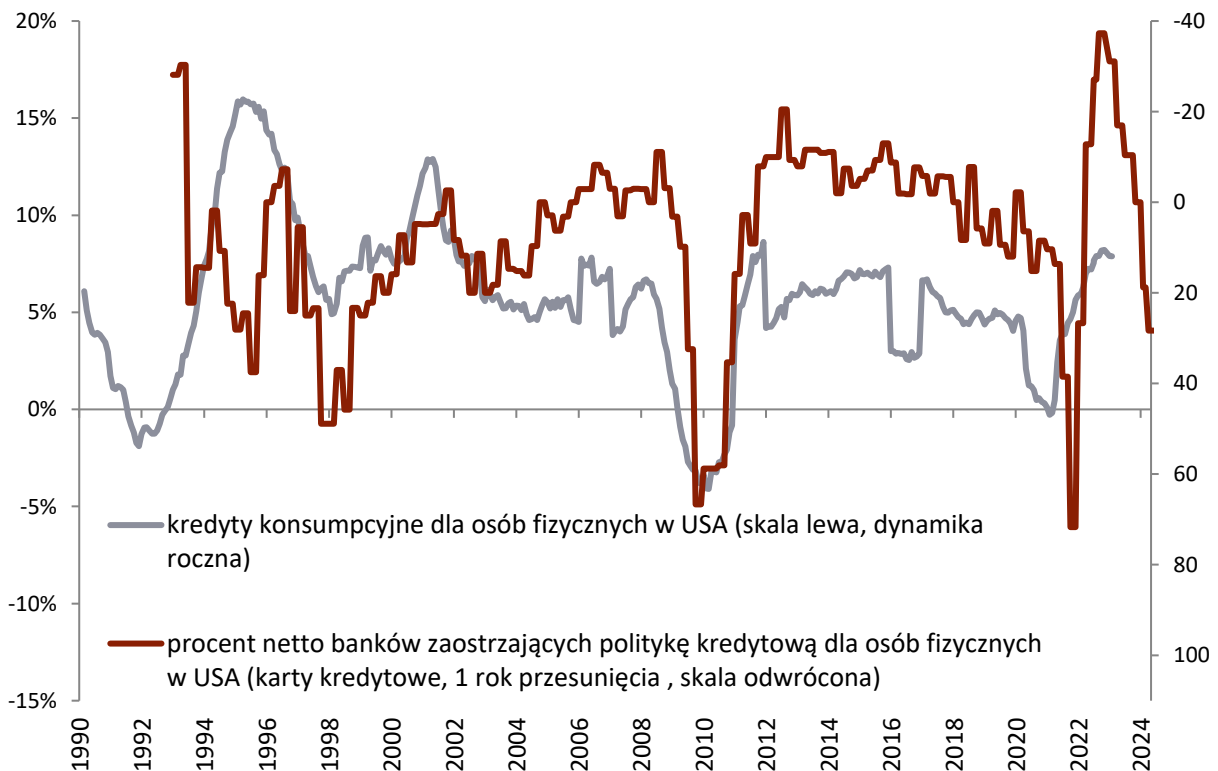
Będący dziś w centrum uwagi sektor finansowy jest głównym pasem transmisyjnym w polityce monetarnej prowadzonej przez Fed. W ostatnim roku zarówno w USA, jak i w Europie, banki zacieśniały politykę kredytową dla firm i gospodarstw domowych. Do tej pory nie było tego widać w dynamice akcji kredytowej, ale niedługo już będzie (wykresy 33). Obecny kryzys wokół sektora bankowego jedynie wzmocni ten trend, a o kredyt będzie jeszcze trudniej i będzie on droższy. Wystarczy wspomnieć, że borykające się z falą odpływów depozytów banki regionalne w USA odpowiadały za 50% kredytów korporacyjnych, 60% kredytów mieszkaniowych, 45% pożyczek konsumpcyjnych i w aż 80% finansowały branżę nieruchomości komercyjnych w USA.

Wykres 30: Trwające od roku zacieśnianie polityki kredytowej w bankach dopiero zacznie być widocznie w ograniczeniu akcji kredytowej. Obecny kryzys bankowy jedynie pogłębi ten trend.



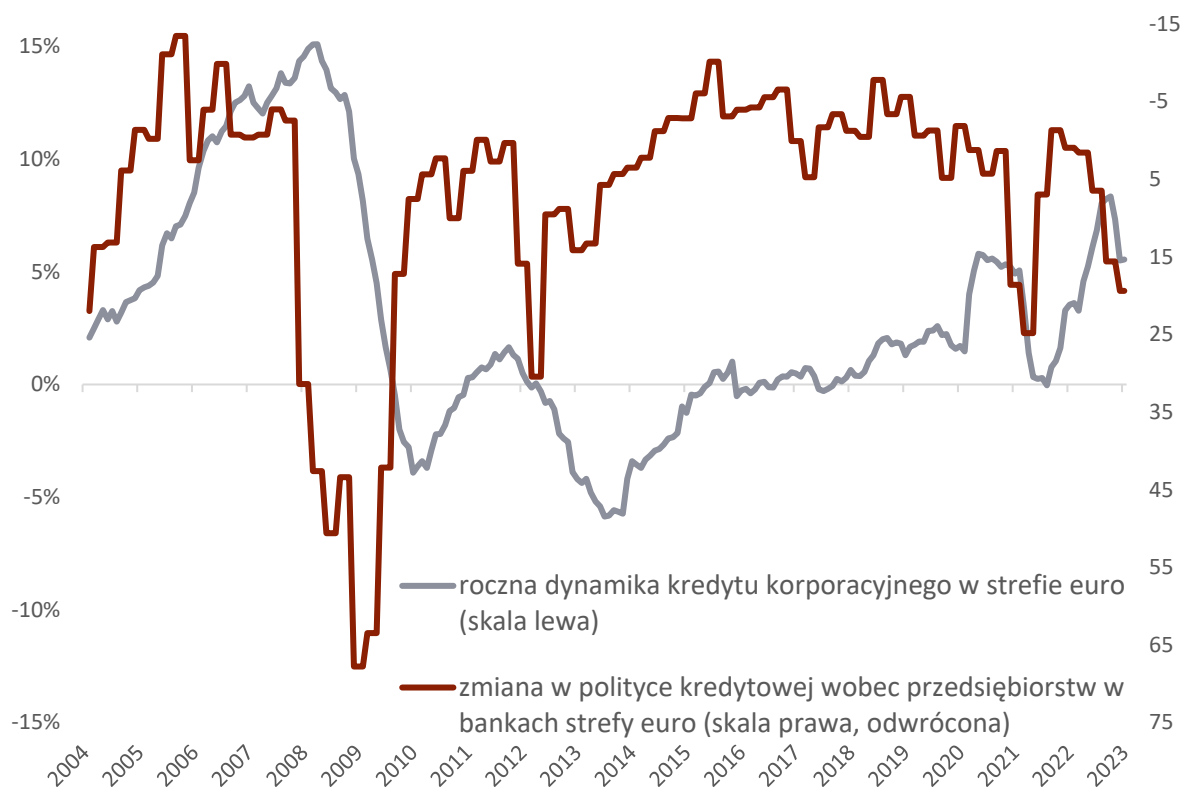
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 31: Banki w USA coraz mniej skore do udzielania kredytów konsumpcyjnych.



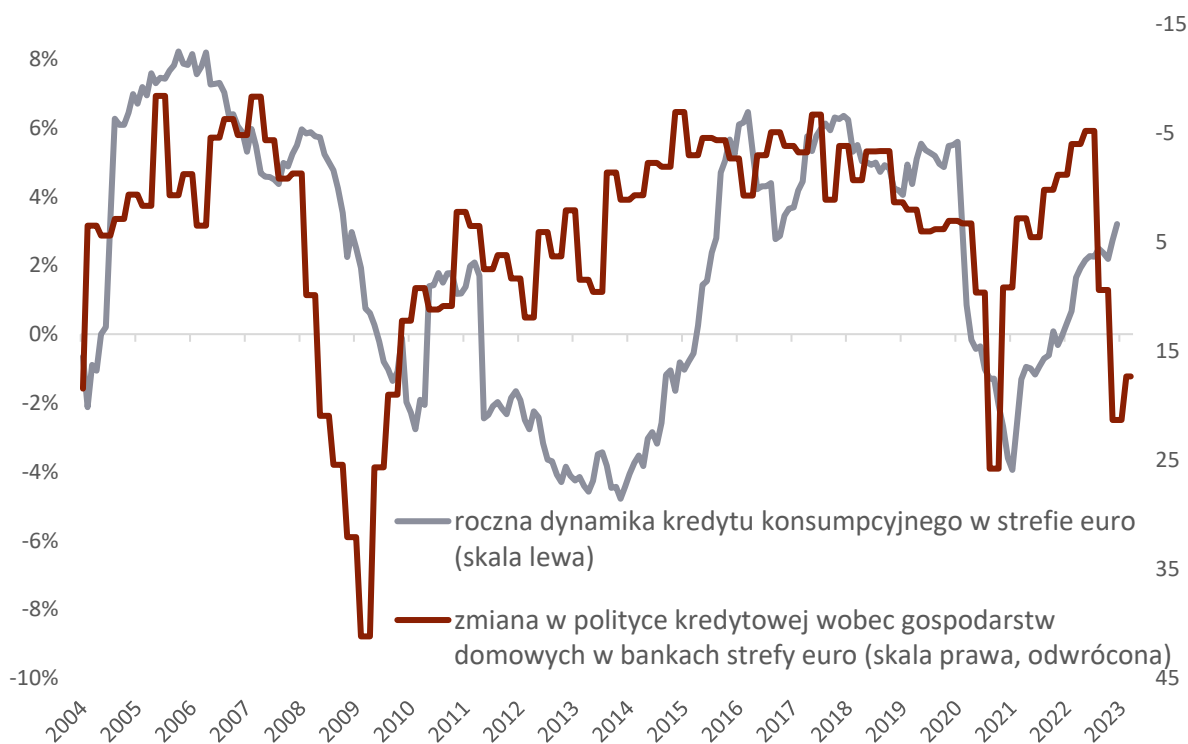
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 32: Banki w Europie zacieśniają politykę kredytową wobec przedsiębiorstw.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

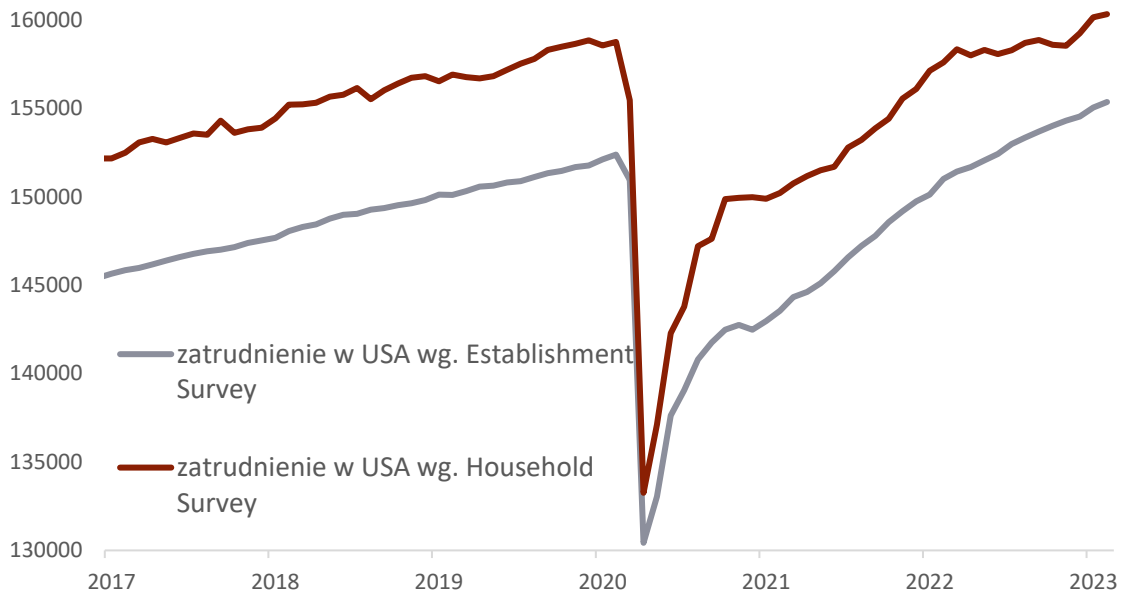
Wykres 33: Kredyt konsumpcyjny w Europie ma prawo zacząć zwalniać wobec niechętniej polityki kredytowej banków.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

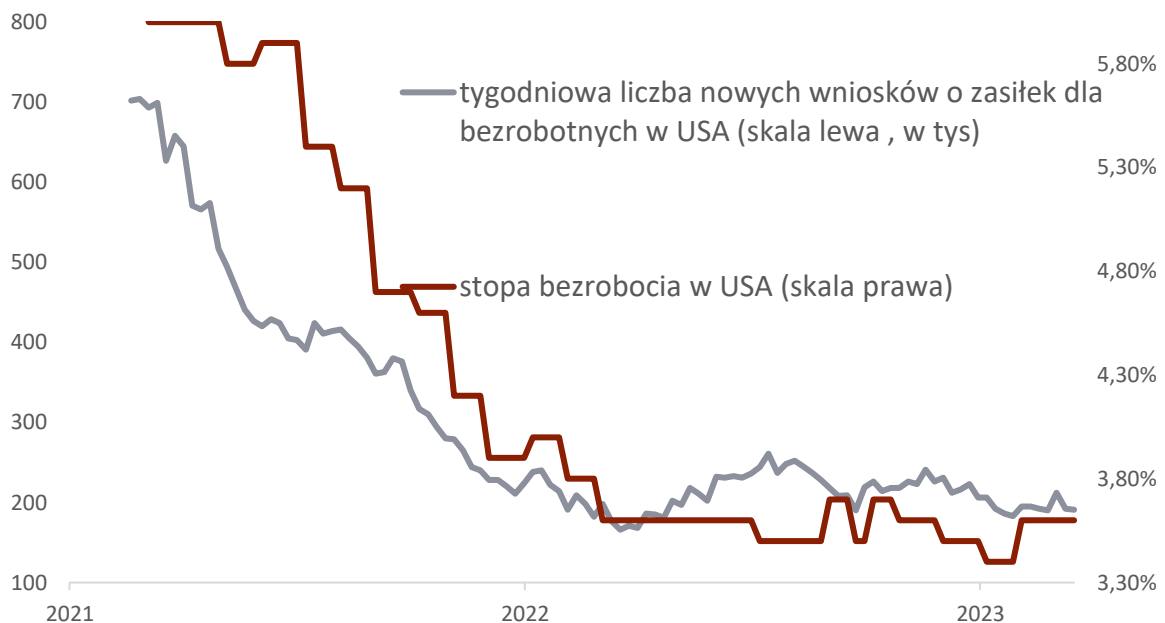
Choć Fed zdawał sobie sprawę, że kłopoty banków nasiliły gospodarcze spowolnienie, to nie potrafiąc oszacować skali zjawiska, zdecydował się na kontynuację cyklu podwyżek. W końcu rynek pracy wciąż imponuje siłą, a inflacja nieustępliwością (wykresy 34-36). Moim zdaniem ostatnie wydarzenia mocno zachwiały scenariuszem miękkiego lądowania, który rynki rozgrywały od początku roku. Pełnoobjawowa recesja powróciła właśnie do tegorocznego menu.

Wykres 34: W całej amerykańskiej gospodarce wciąż następuje wyraźny przyrost zatrudnienia.



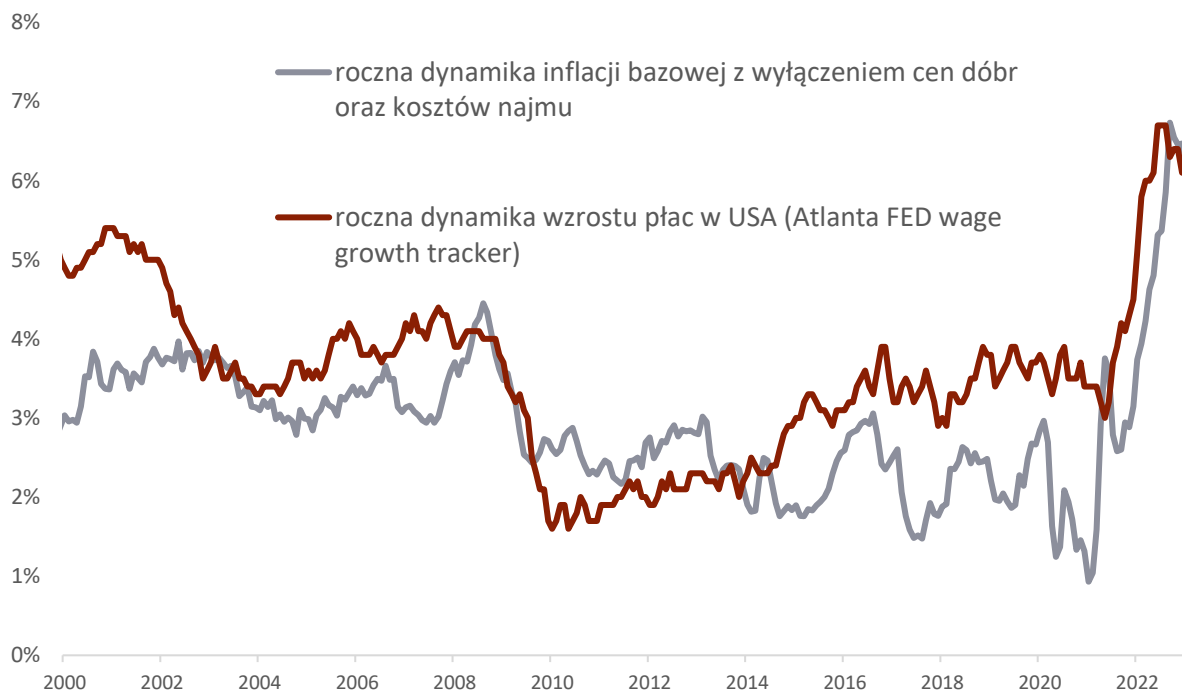
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 35: Stopa bezrobocia w USA pozostaje rekordowo niska, a stabilna liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych nie sugeruje, że coś się może tu szybko zmienić.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 36: Usługowa inflacja oraz dynamika wzrostu nadal są płac wysokie, co pozostaje głównym zmartwieniem Fed.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Fed raises key rate by quarter-point despite bank turmoil

By CHRISTOPHER RUGABER March 22, 2023

<https://apnews.com/article/federal-reserve-inflation-banks-interest-rates-jobs-91a9185ebce972bbf5ab1f46654f1a53>

The Fed prioritizes inflation over bank turmoil with its latest rate hike

It announced a quarter-point increase to the interest rate this week, despite recent banking woes.

By Li Zhou | li@vox.com | Updated Mar 22, 2023, 3:18pm EDT

<https://www.vox.com/politics/2023/3/22/23652041/federal-reserve-interest-rates-jerome-powell>

Rising Interest Rates Lead To A Small Business Credit Crunch

<https://www.forbes.com/sites/rohitarora/2023/03/24/rising-interest-rates-lead-to-a-small-business-credit-crunch/?sh=38f7a5cd3b3e>

Fed's unwanted ally in bid to tame inflation: Credit crunch

<https://apnews.com/article/credit-lending-banks-rates-inflation-federal-reserve-ec294b3909e85a7e296b3ce7f5d87e09>

Banking Crisis Hangs Over Economy, Rekindling Recession Fear

Borrowing could become tougher, a particular blow to small businesses — and a threat to the recovery's staying power.

<https://www.nytimes.com/2023/03/17/business/economy/economy-banks-recession.html>

Prospects of avoiding recession fading

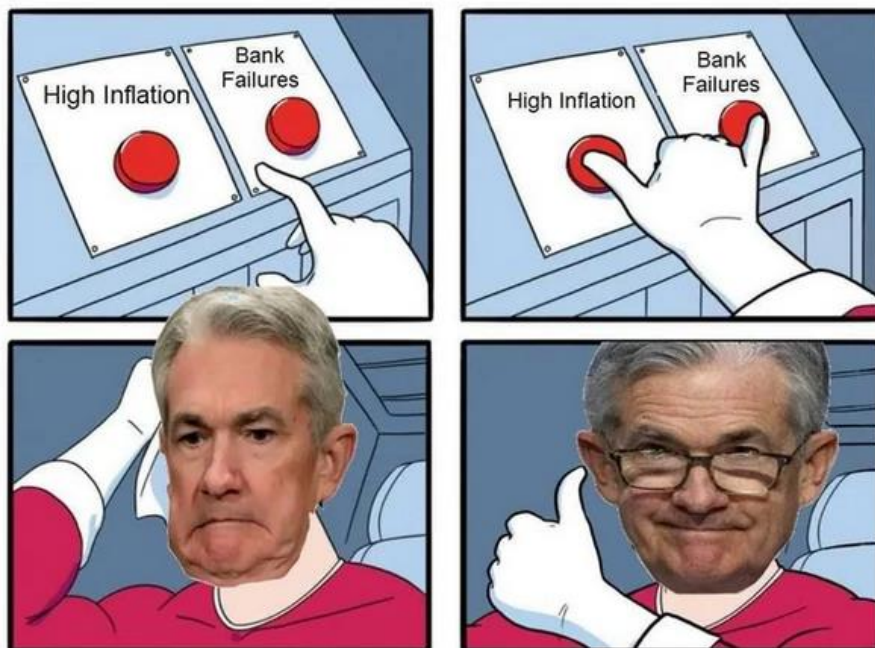
<https://news.harvard.edu/gazette/story/2023/03/prospects-of-avoiding-recession-fading/>

Volcker Slayed Inflation. Bernanke Saved the Banks. Can Powell Do Both?

In 140 years, American policymakers have never faced a banking crisis quite like this.

<https://www.bloomberg.com/news/features/2023-03-23/will-there-be-a-recession-depends-on-inflation-banking-crisis?sref=kRROLXCQ>

Jpow VW effect Meme



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

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.

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: 23 marca 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 | office@investors.pl