



## **Komentarz miesięczny**

Zarządzającego Funduszami Investors TFI

**Jarosław Niedzielewski**

Dyrektor Departamentu Inwestycji

Lipiec 2023 r.

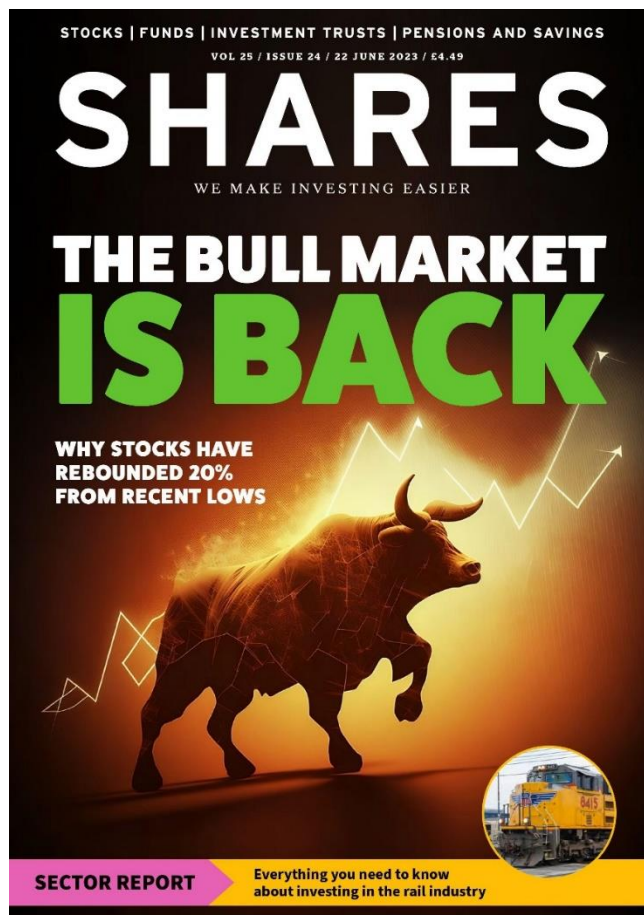


## Podsumowanie

- ✦ Minął rok od momentu, gdy 13 czerwca 2022 roku, po dwudziestoprocentowym spadku indeksu S&P500, oficjalnie ogłoszono nastanie giełdowej bessy. Rocznicę tę rynek uczcił wydarzeniem o wręcz przeciwnej wymowie – trwające od dołka z października 2022 roku wzrosty zostały formalnie usankcjonowane jako nowy rynek byka (8 czerwca 2023 roku wzrost indeksu S&P500 przekroczył próg 20%). Dotychczasowy sceptycyzm części inwestorów, związany z mało demokratycznym charakterem tegorocznych wzrostów, został przełamany dzięki nagłemu i silnemu odbiciu, które od początku czerwca stało się udziałem większej liczby spółek i sektorów.
- ✦ Pomimo trwających już od miesięcy rynkowych wzrostów, dopiero w czerwcu nastąpiła wyraźna poprawa nastroju inwestorów. Pojawił się także znaczący napływ nowych środków do funduszy akcyjnych. Ten nagły przyływ rynkowego optymizmu w obliczu znalezienia się indeksu S&P500 zaledwie o 8% od historycznego szczytu został w ostatnich tygodniach wsparty całą serią lepszych od oczekiwań odczytów z amerykańskiej gospodarki.
- ✦ Rynek w końcu uwierzył w nową hossę. Czy jednak rzeczywiście od niemal 10 miesięcy znajdujemy się już w nowym długoterminowym rynku byka? Osobiście postawiłbym inną tezę. W 2022 roku nie mieliśmy do czynienia z prawdziwą bessą, a tegoroczne wzrosty nie są nową hossą. Rozpoczęty w 2009 roku trend wzrostowy wciąż trwa, o czym świadczy nie tylko ustanowienie w tym roku nowych rekordów na giełdach w Paryżu czy Frankfurcie, ale także zachowanie liderów kilkunastoletniej hossy na Wall Street.
- ✦ Dostrzegam dwie implikacje płynące ze zdefiniowania tegorocznych wzrostów na Wall Street nie jako nowej, ale jako kontynuacji starej hossy. Po pierwsze, ciężko jest szukać i stawiać na nowych liderów, jeśli dotychczasowi wciąż utrzymują się na podium, a pretendenci do ich detronizacji nie zdołali się jeszcze wyłonić. Po drugie, czas jaki upłynął od ostatniej pełnoobjawowej recesji i towarzyszącej jej bessy, czyli zjawisk, których nie doświadczyliśmy od 2009 roku, skłania do refleksji, że długoterminowy cykl gospodarczo-rynkowy może być raczej bliżej swego końca niż początku.
- ✦ W kolejnych kwartałach może nastąpić konfrontacja między próbującym wkroczyć na ścieżkę odbudowy globalnym przemysłem i handlem, a gospodarczymi skutkami wzrostu kosztu pieniądza oraz zacieśniania polityki kredytowej przez banki. Ubiegłoroczny szok związany z tempem i skalą podwyżek stóp wpłynął na rynki i wycenę różnych aktywów, ale nie zdążył przełożyć się jeszcze znacząco na realną gospodarkę, która wciąż korzysta z premii (iluzji) inflacyjnej, przez co firmy nie są zmuszane do ograniczania kosztów zatrudnienia oraz wstrzymywania inwestycji.

## Komentarz miesięczny: Lipiec 2023

W pierwszej połowie czerwca giełdowe byki przypuściły prawdziwy szturm na rynkach akcji. Po trwającym dwa tygodnie prawie siedmioprocentowym wzroście, wskaźnik S&P500 dzieliło zaledwie 8% od historycznego szczytu ustanowionego na pierwszej sesji 2022 roku. Co ważne, wybicie indeksu ponad poziom 4200 punktów było zasługą wzrostu kursów akcji nie tylko spółek technologicznych. Nagłe przebudzenie małych i średnich firm na Wall Street, tak jak i silne wzrosty przedstawicieli sektora przemysłowego i surowcowego, obudziły w inwestorach nadzieję na kontynuację zdrowego, bo powszechnego trendu wzrostowego. Pojawiły się napływy do funduszy akcyjnych, a wskaźniki sentymentu oraz wykupienia rynku podskoczyły do poziomów sugerujących rynkową euforię.



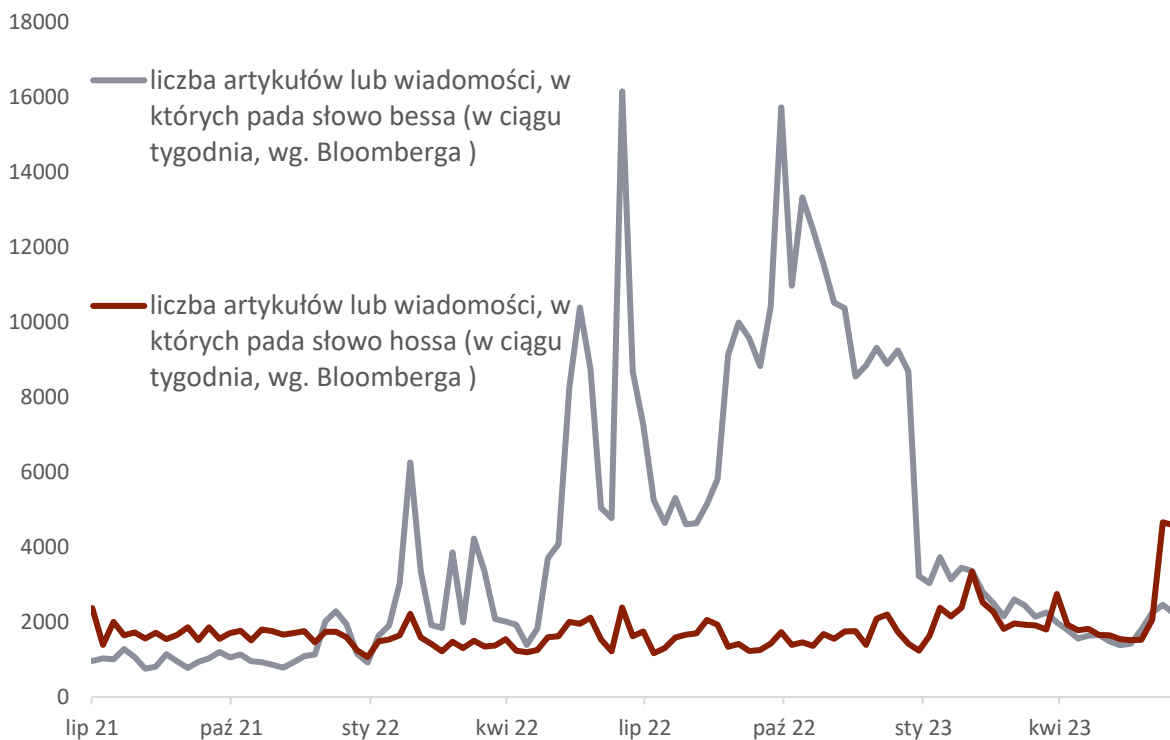
Minął rok od momentu, gdy 13 czerwca 2022 roku, po dwudziestoprocentowym spadku indeksu S&P500, oficjalnie ogłoszono nastanie giełdowej bessy. Rocznicę tę rynek uczcił wydarzeniem o wręcz przeciwnej wymowie – trwające od dołka z października 2022 roku wzrosty zostały formalnie usankcjonowane jako nowy rynek byka (8 czerwca 2023 roku wzrost indeksu S&P500 przekroczył próg 20%) (wykresy 1-2).

**Wykres 1: Po formalnej bessie w 2022 roku, nastął czas formalnie nowej hossy 2023 roku. Czy jest to rzeczywiście nowa hossa, czy stara hossa w nowej odsłonie?**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

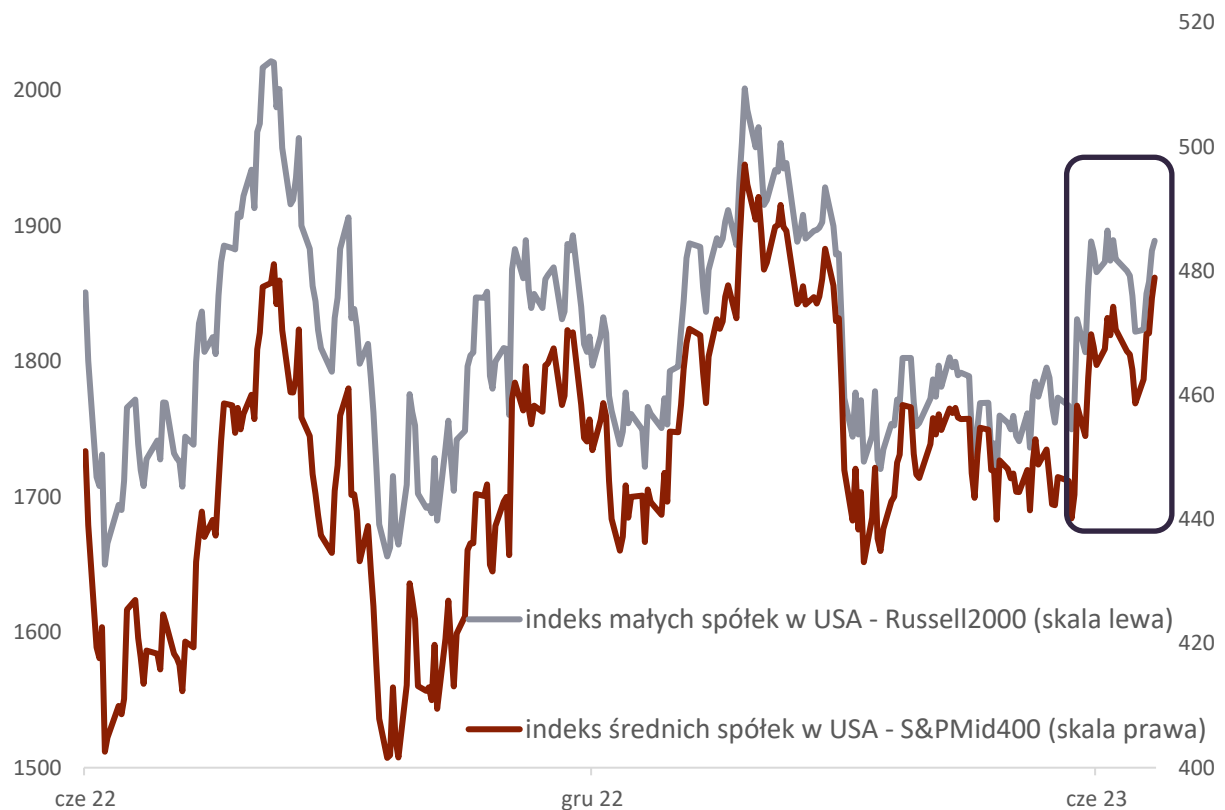
**Wykres 2: Hossa zdetronizowała bessę w dyskursie medialnym.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Dotychczasowy sceptycyzm części inwestorów, związany z mało demokratycznym charakterem tegorocznych wzrostów, został przełamany dzięki nagłemu i silnemu odbiciu, które od początku czerwca stało się udziałem większej liczby spółek i sektorów. Niedoceniane w tym roku małe spółki z indeksu Russell 2000 zyskały w ciągu pierwszych dwóch tygodni czerwca niemal 10%, podobnie jak firmy z mocno uzależnionych od koniunktury gospodarczej sektorów, przemysłowego i surowcowego. Wskaźniki szerokości rynku poprawiły się (choć na razie tylko na dwa tygodnie), wytrącając malkontentom (takim jak ja) istotny argument z ręki (wykresy 3-5).

**Wykres 3: W czerwcu, małe i średnie spółki zaczęły pogoń za dużymi spółkami z branży technologicznej.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 4: Czerwcowy wystrzał spółek i branż o mocno cyklicznym charakterze przywrócił inwestorom wiarę w trwałą hossę i ominięcie twardego lądowania w gospodarce (recesji).**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

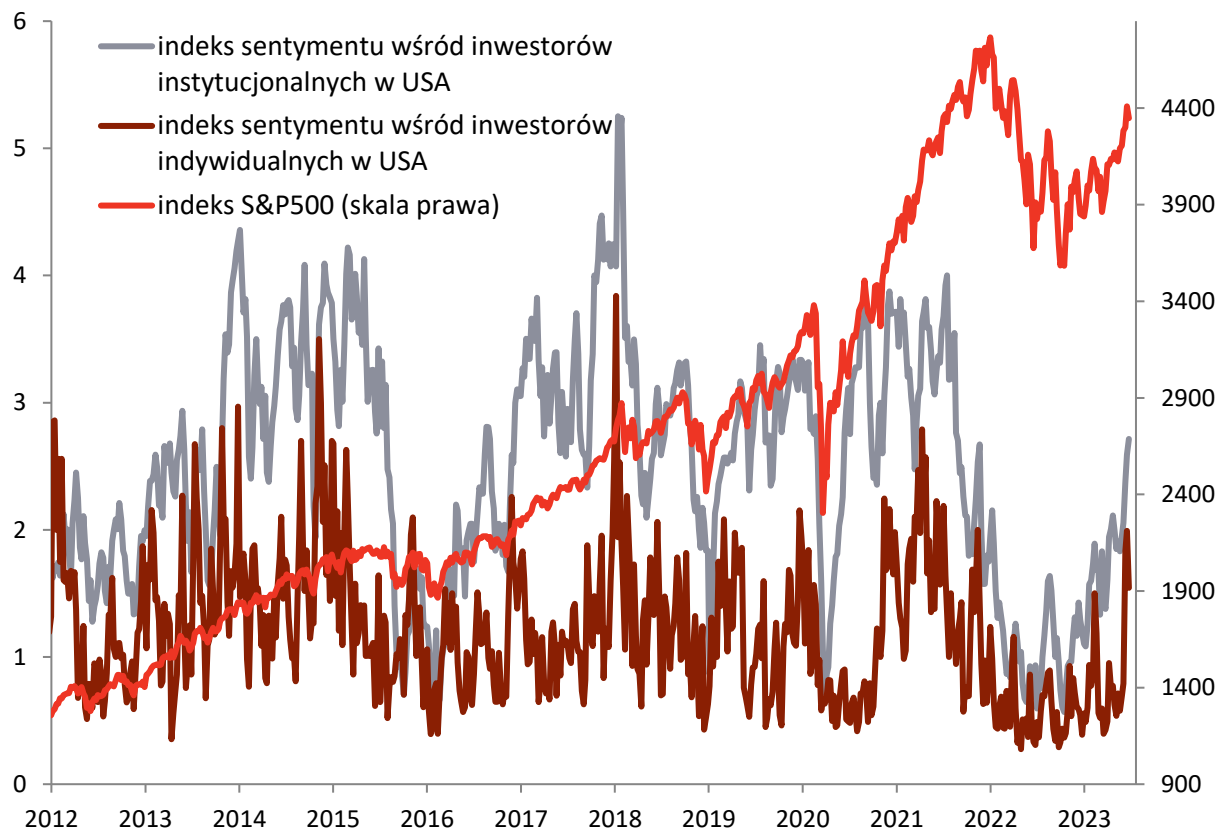
**Wykres 5: Po kilku miesiącach gwałtownego obniżania się szerokości rynku, czerwiec przyniósł zauważalną poprawę.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

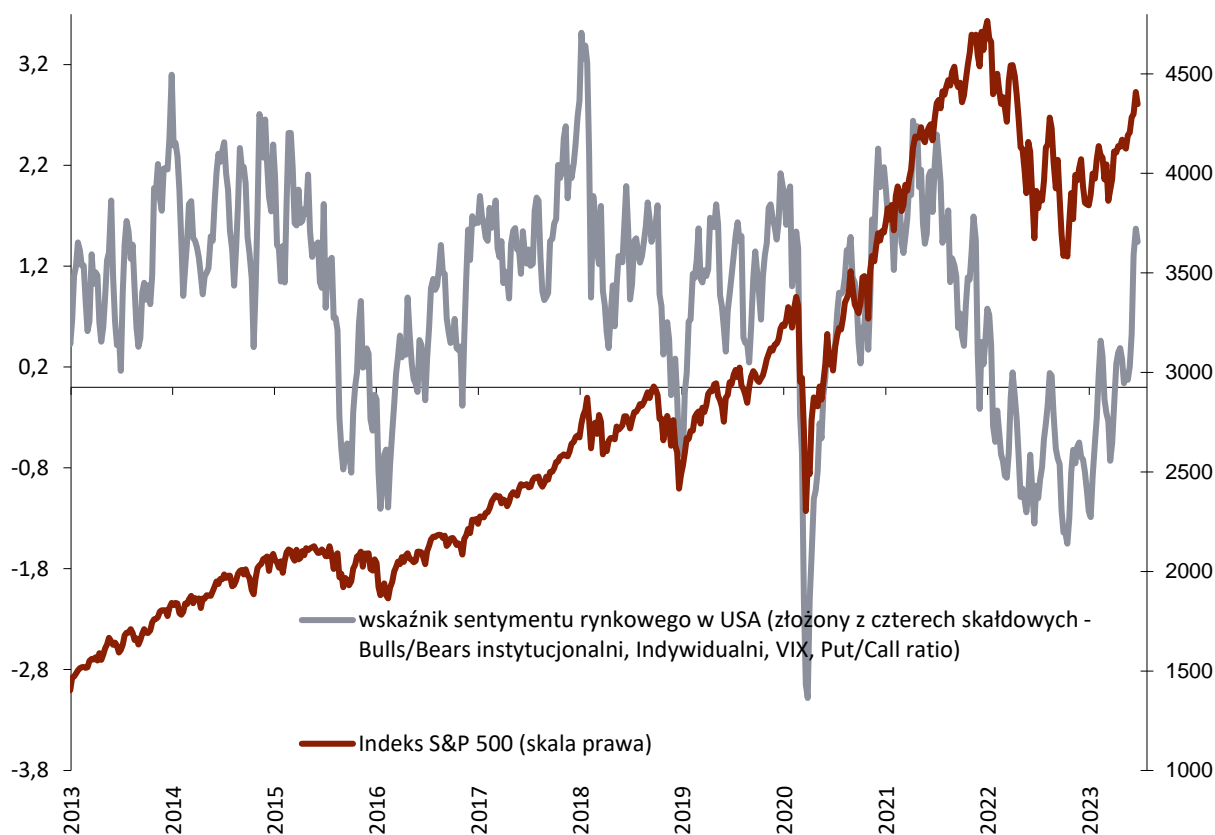
Dlatego trudno się dziwić, że pomimo trwających już od miesięcy rynkowych wzrostów, dopiero w czerwcu nastąpiła wyraźna poprawa nastroju inwestorów (niektóre wskaźniki znalazły się na poziomach odnotowywanych pod koniec 2021 roku) (wykresy 6-11). Pojawił się także znaczący napływ nowych środków do funduszy akcyjnych, który w zasadzie nie towarzyszył tegorocznym wzrostom na Wall Street (do końca maja napływami mogła pochwalić się w praktyce jedynie branża technologiczna, która z kolei w czerwcu odnotowała odpływy) (wykresy 12-14). Popularny wskaźnik rynkowych nastrojów Fear&Greed Index z portalu CNN Business (pokazujący bardziej stan wyprzedania/wykupienia rynku, niż czystego sentymentu inwestorów) znalazł się w połowie czerwca na poziomie najwyższym od dwóch lat (wykresy 15-16). Jedną z jego części składowych – VIX, czyli wskaźnik oczekiwanej zmienności rynku („pewności” inwestorów co do kontynuacji giełdowego trendu) spadł właśnie do poziomu niewidzianego od wybuchu pandemii (wykres 17).

**Wykres 6: W czerwcu znacząco poprawiły się nastroje rynkowe inwestorów (zarówno indywidualnych, jak i instytucjonalnych).**



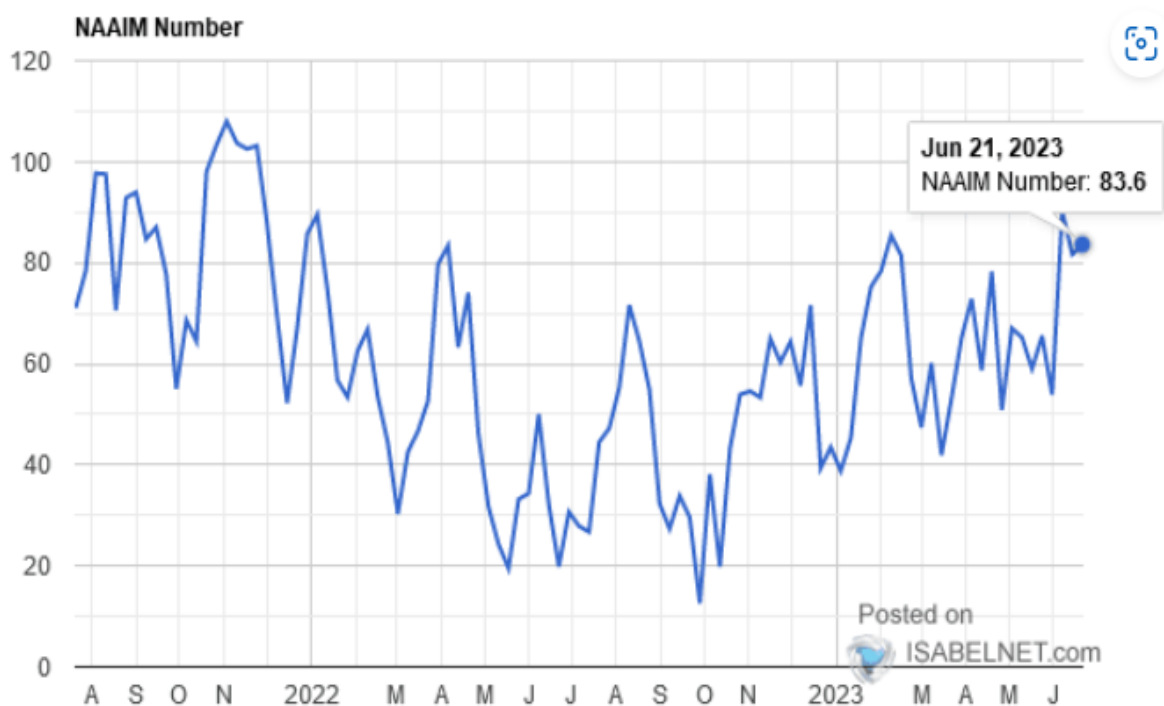
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 7: Wskaźnik sentymentu rynkowego na Wall Street znalazł się w ubiegłym miesiącu na poziomie najwyższym od szczytu z końca 2021 roku.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

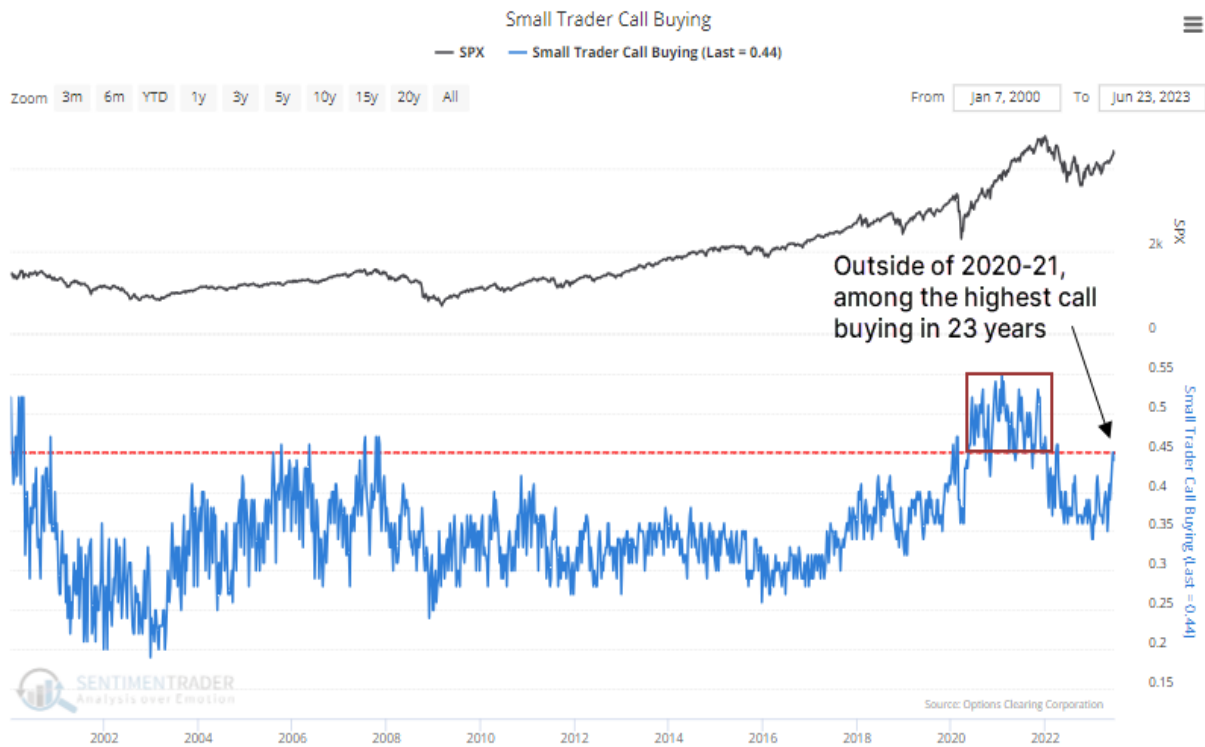
**Wykres 8: Poziom sentymentu wśród doradców inwestycyjnych aktywnie zarządzających portfelami klientów.**



źródło: <https://www.isabelnet.com/naaim-exposure-index/>

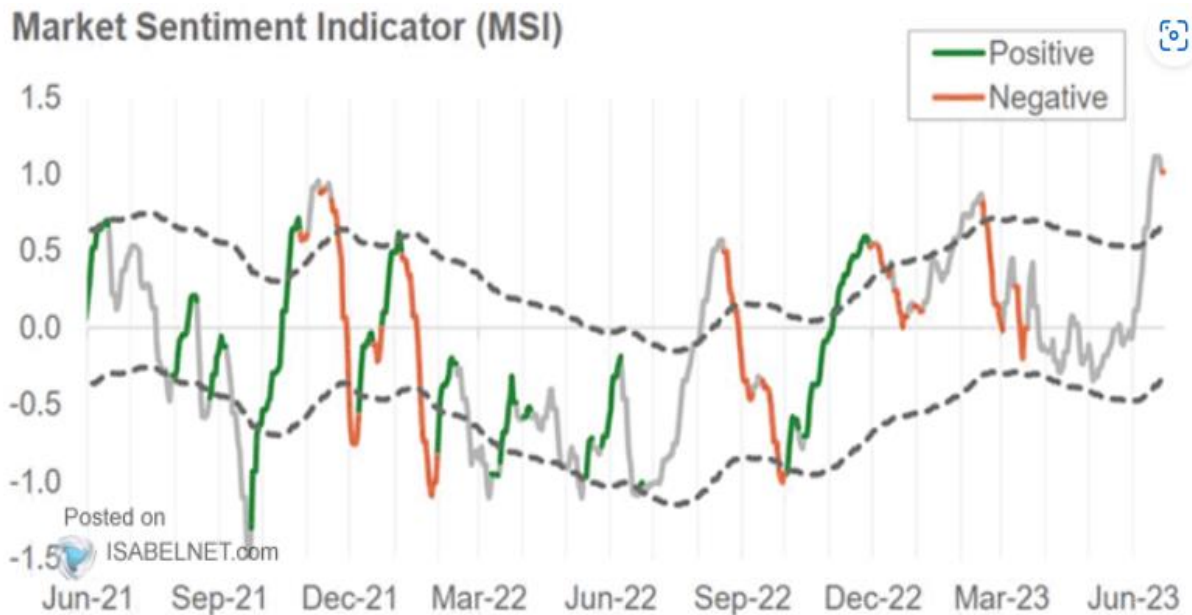


**Wykres 9: W obliczu czerwcowego wybicia się indeksu S&P500 ponad poziom 4200 pkt. drobni inwestorzy przystąpili do pokrywania krótkich pozycji lub zwiększania długich pozycji.**



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

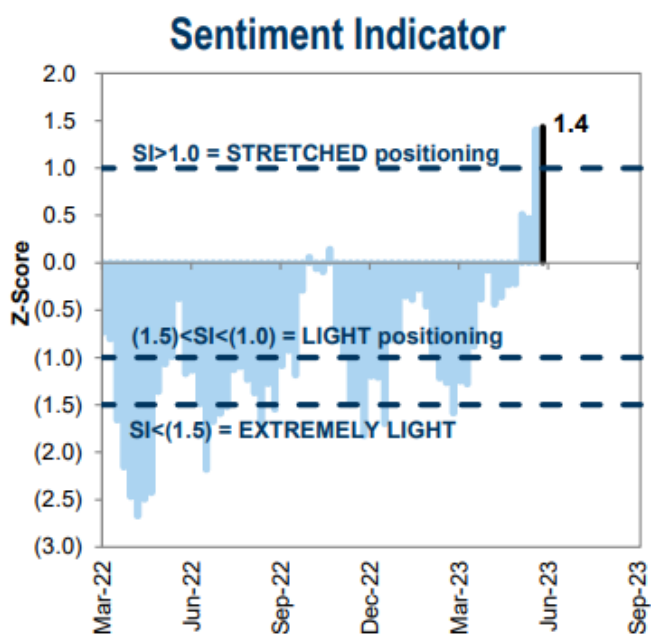
**Wykres 10: Wskaźnik sentymentu rynkowego w banku Morgan Stanley.**



Source: Bloomberg, Datastream, Morgan Stanley Research

źródło: <https://www.isabelnet.com/market-sentiment-indicator-2/>

Wykres 11: Wskaźnik sentymentu rynkowego w banku Goldman Sachs.



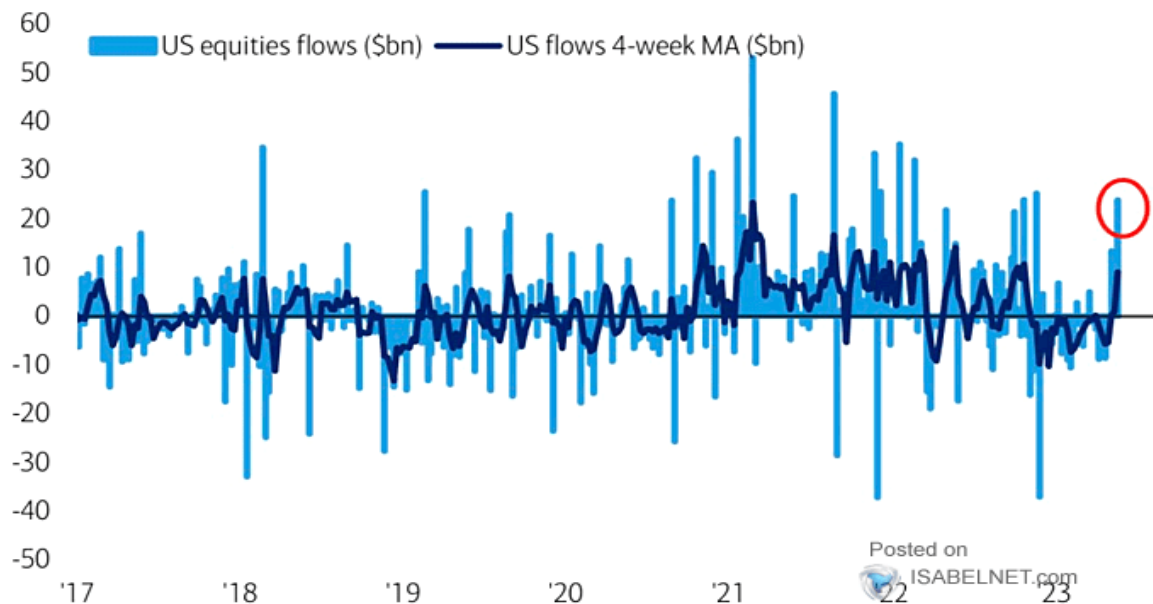
Note: Sentiment Indicator measures stock positioning across retail, institutional, and foreign investors versus the past 12 months. Readings below -1.0 or above +1.0 indicate extreme positions that are significant in predicting future returns.

źródło: Goldman Sachs

Wykres 12: Pierwsza połowa czerwca przyniosła wyraźny napływ nowych środków do funduszy akcyjnych w USA.

### Chart 16: Big inflow to US equities

US equities fund flows



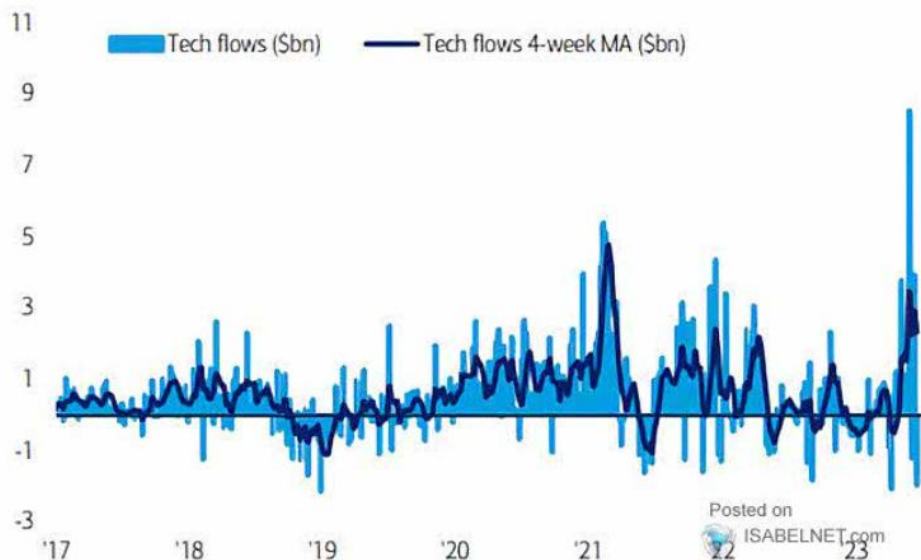
Source: BofA Global Investment Strategy, EPF

źródło: [https://twitter.com/isabelnet\\_sa/status/1670012262763905024](https://twitter.com/isabelnet_sa/status/1670012262763905024)

Wykres 13: Po silnych napływach do sektora technologicznego w poprzednich miesiącach, w czerwcu branża ta odnotowała odpływy.

**Chart 23: Largest outflow from tech in 10 weeks**

Tech flows

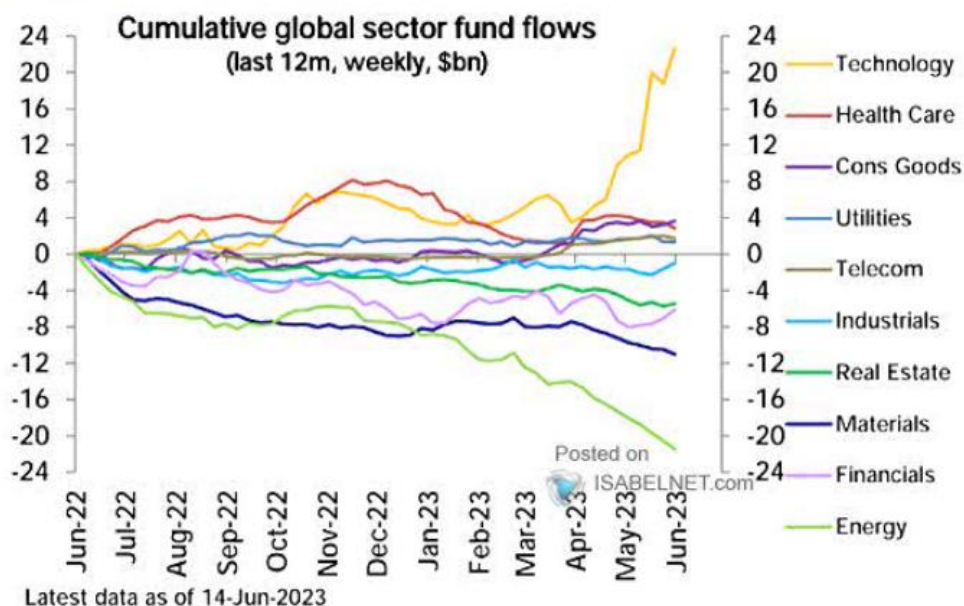


Source: BofA Global Investment Strategy, EPFR

źródło: <https://www.isabelnet.com/tech-flows/>

Wykres 14: Do czerwca branża technologiczna dominowała w rynkowych napływach do akcyjnych funduszy sektorowych.

**Figure 71: Sector fund flows**



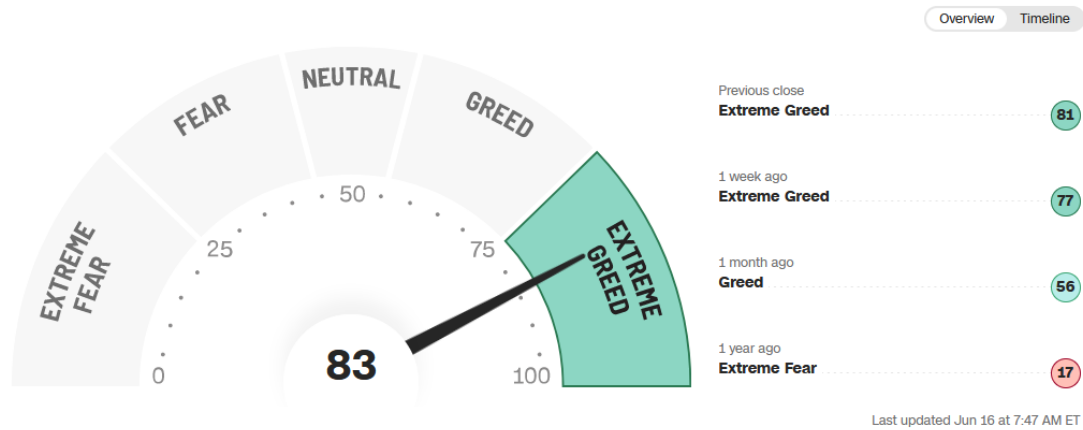
Source: EPFR, Haver, Deutsche Bank Asset Allocation

źródło: <https://www.isabelnet.com/cumulative-global-sector-fund-flows/>

Wykres 15: Wskaźnik Fear&Greed znalazł się 16 czerwca na najwyższym poziomie od dwóch lat

## Fear & Greed Index

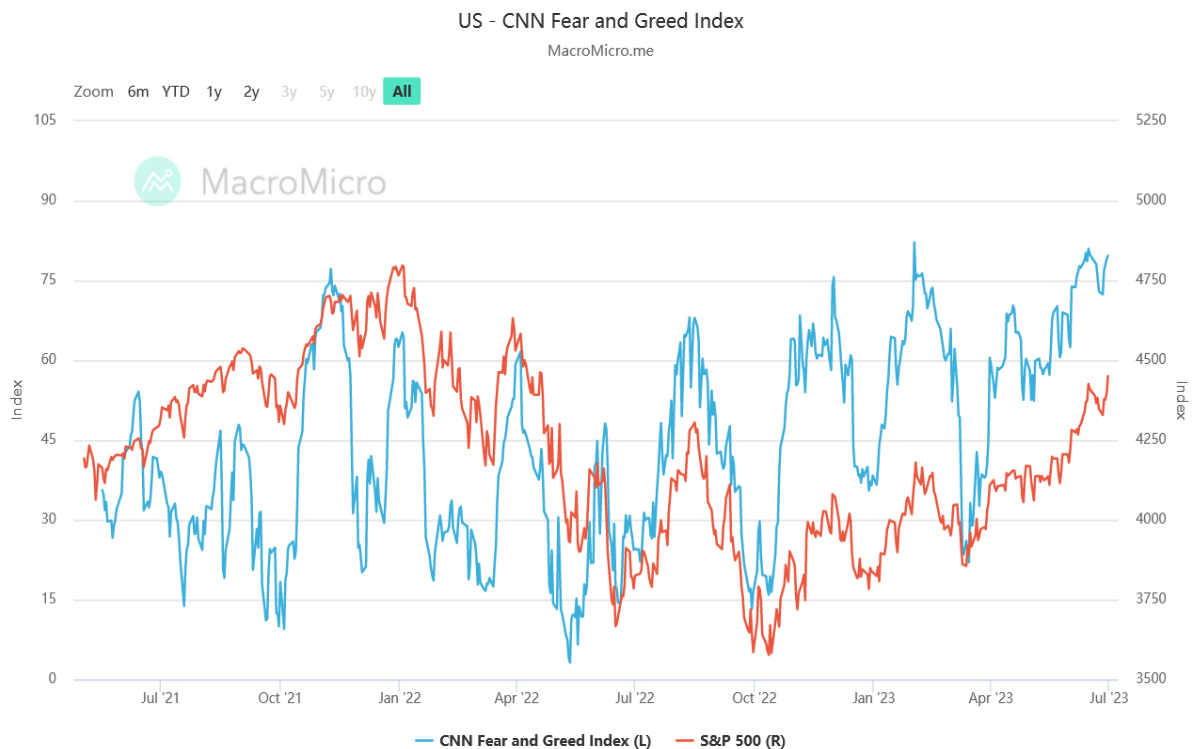
What emotion is driving the market now?  
[Learn more about the index](#)



### 7 FEAR & GREED INDICATORS

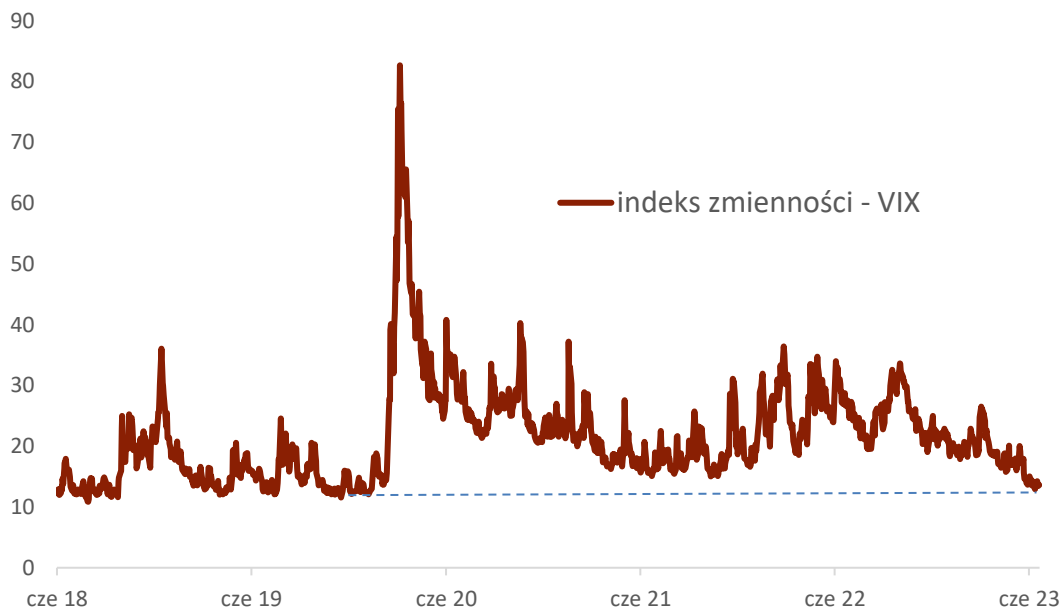
źródło: <https://edition.cnn.com/markets/fear-and-greed>

Wykres 16: Po czerwcowych wzrostach rynek jest coraz bardziej wykupiony.



źródło: <https://en.macromicro.me/charts/50108/cnn-fear-and-greed>

Wykres 17: Indeks zmienności VIX spadł do poziomu sprzed pandemii.

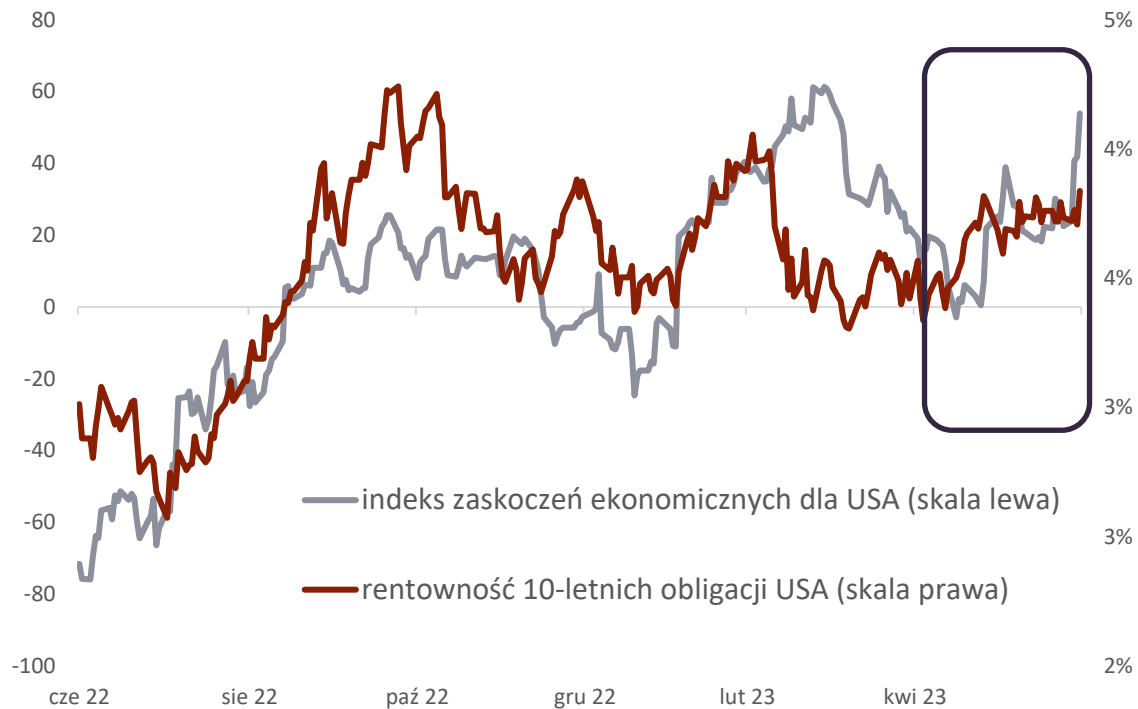


źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Ten nagły przyptyw rynkowego optymizmu w obliczu znalezienia się indeksu S&P500 zaledwie o 8% od historycznego szczytu został w ostatnich tygodniach wsparty całą serią lepszych od oczekiwań odczytów z amerykańskiej gospodarki (uwiarygodnionych dodatkowo lekko wzrostową tendencją na rentowności 10-letnich obligacji skarbowych) (wykres 18). Nie tylko wzrost zatrudnienia wyraźnie przekraczający szacunki analityków, ale także zaskakująca poprawa na rynku nieruchomości (rozpoczęte budowy, sprzedaż nowych domów), czy też odbudowa sentymentu wśród konsumentów w USA oraz lepszy obraz zamówień na dobra trwałe, pomogły inwestorom uznać, że czerwcowe siła rynku akcji może nie być przypadkowa (wykres 19-22). Rynek w końcu uwierzył w nową hossę.

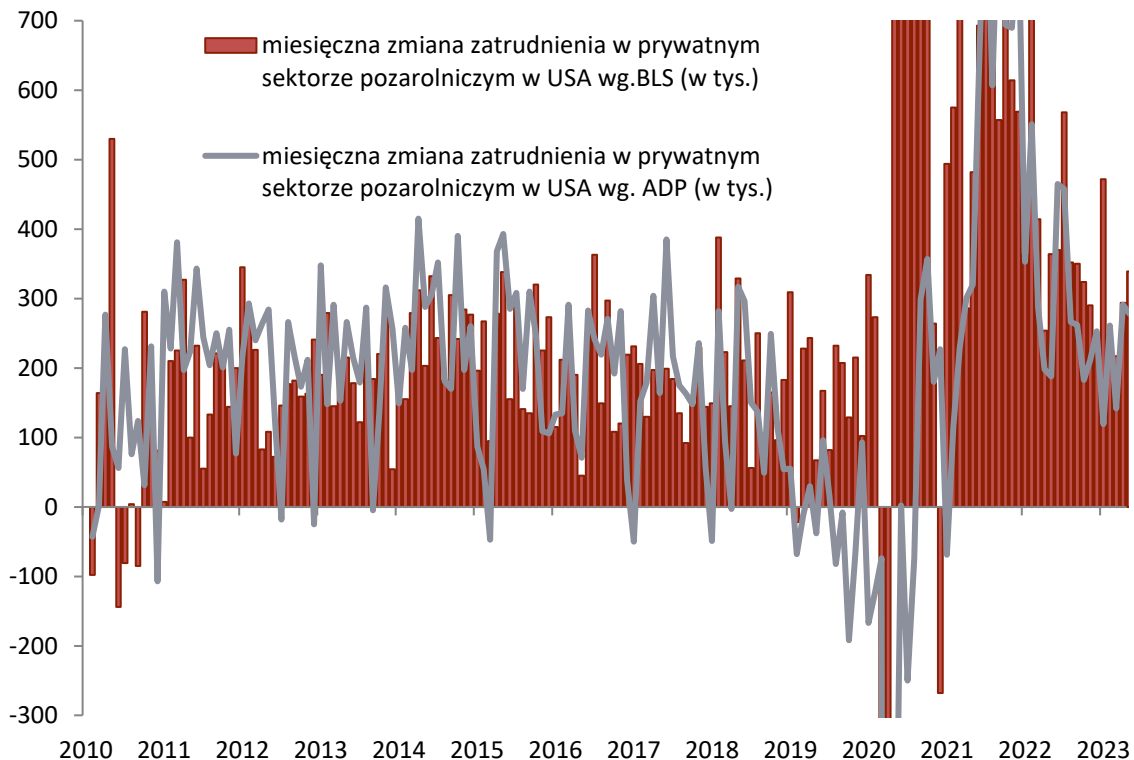


**Wykres 18: Lepsze od oczekiwanych odczyty danych ekonomicznych oraz nieco wyższe rentowności 10-letnich obligacji oddalają (w oczach inwestorów) ryzyko recesji w USA.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

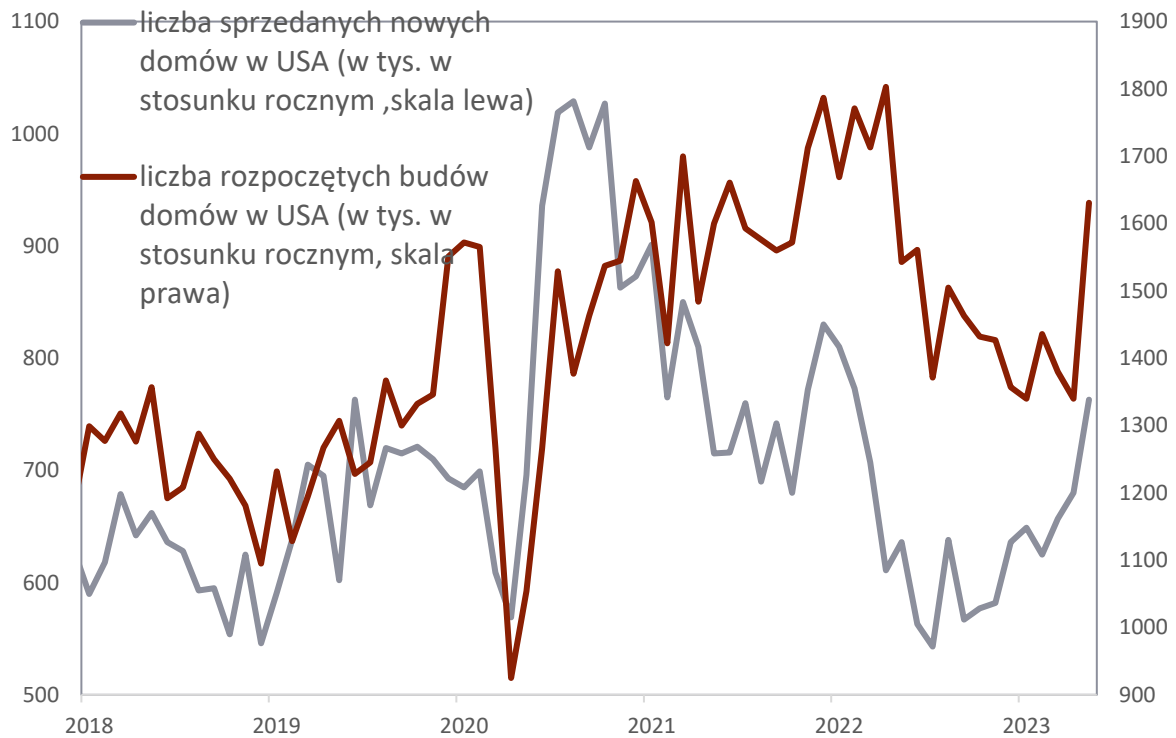
**Wykres 19: Przyrost zatrudnienia w amerykańskiej gospodarce wciąż pozytywnie zaskakuje.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

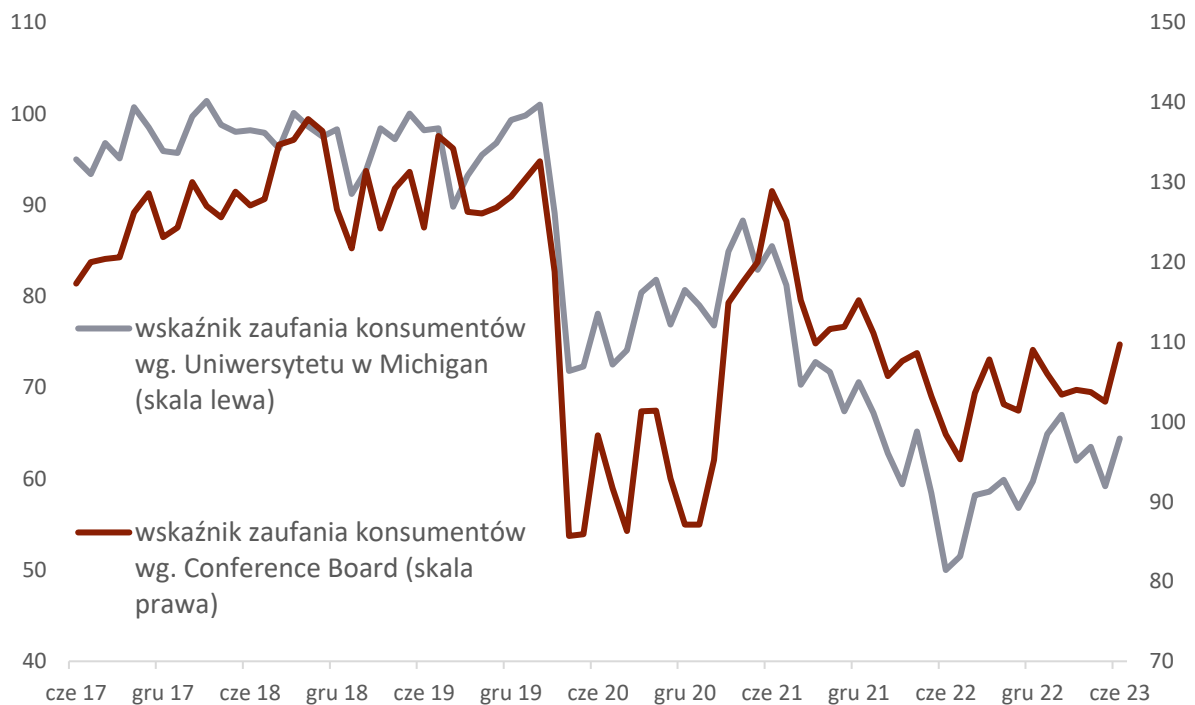


**Wykres 20: Rynek nieruchomości w USA może nie być w tak słabej sytuacji, w związku ze wzrostem kosztów kredytu hipotecznego, jak wcześniej oczekiwano.**



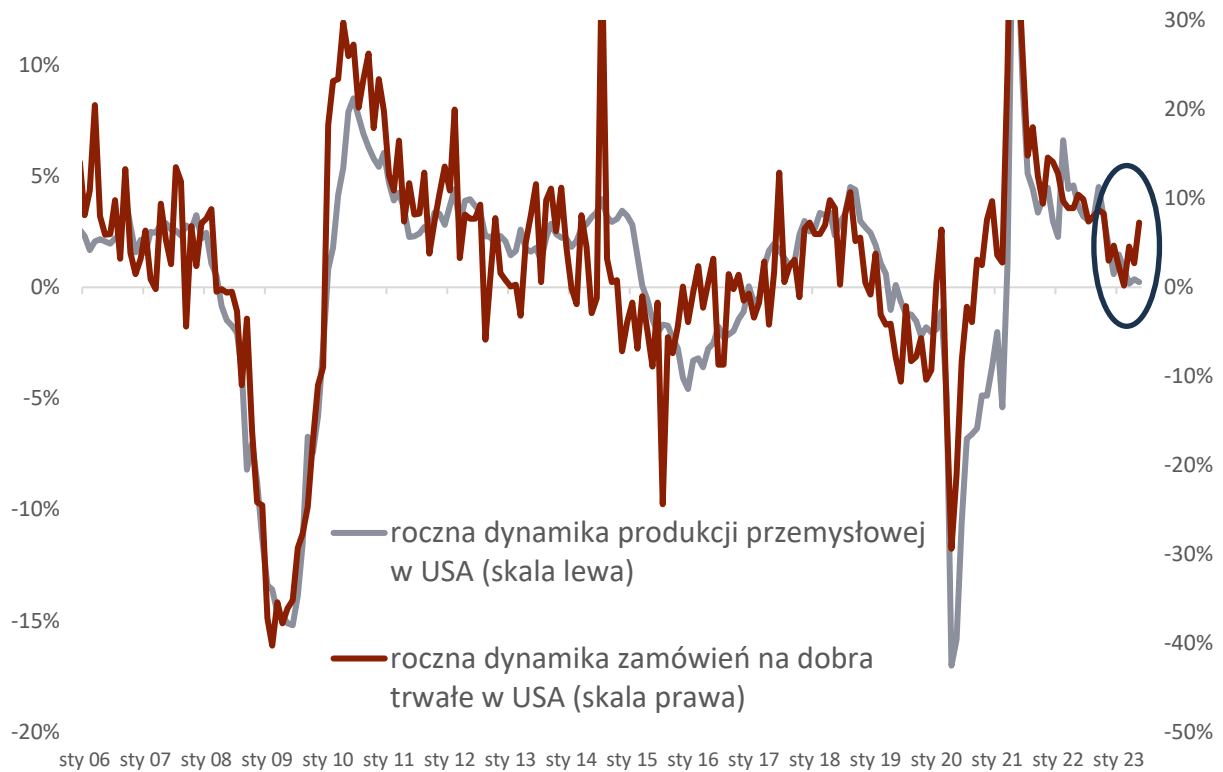
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 21: Wskaźniki zaufania wśród konsumentów zaskakują ostatnio in plus.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 22: Zamówienia na dobra trwałe w USA okazały się lepsze od oczekiwań, dając nadzieję na odwrócenie słabości w przemyśle.**

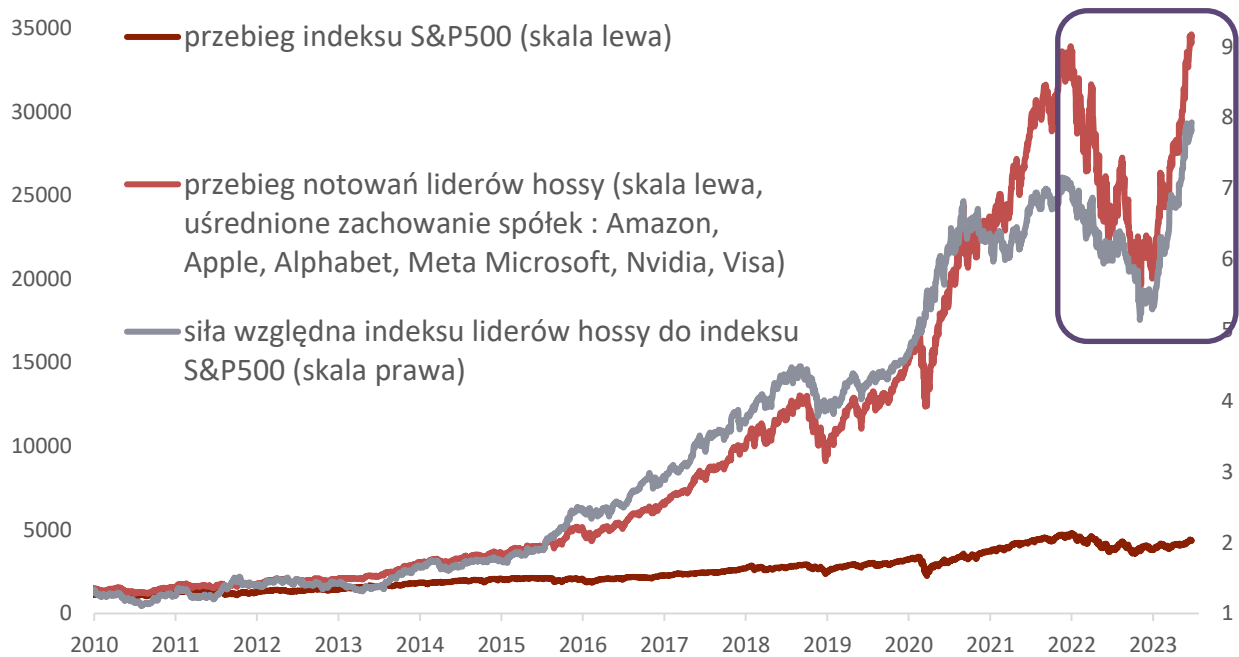


źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Czy jednak rzeczywiście od niemal 10 miesięcy znajdujemy się już w nowym długoterminowym rynku byka? Osobiście postawiłbym inną tezę. W 2022 roku nie mieliśmy do czynienia z prawdziwą bessą, a tegoroczne wzrosty nie są nową hossą. Rozpoczęty w 2009 roku trend wzrostowy wciąż trwa (w wielkościach nominalnych, co istotne), o czym świadczy nie tylko ustanowienie w tym roku nowych rekordów na giełdach w Paryżu czy Frankfurcie (oraz siła tokijskiego parkietu), ale także zachowanie liderów kilkunastoletniej hossy na Wall Street (wykresy 23-24).

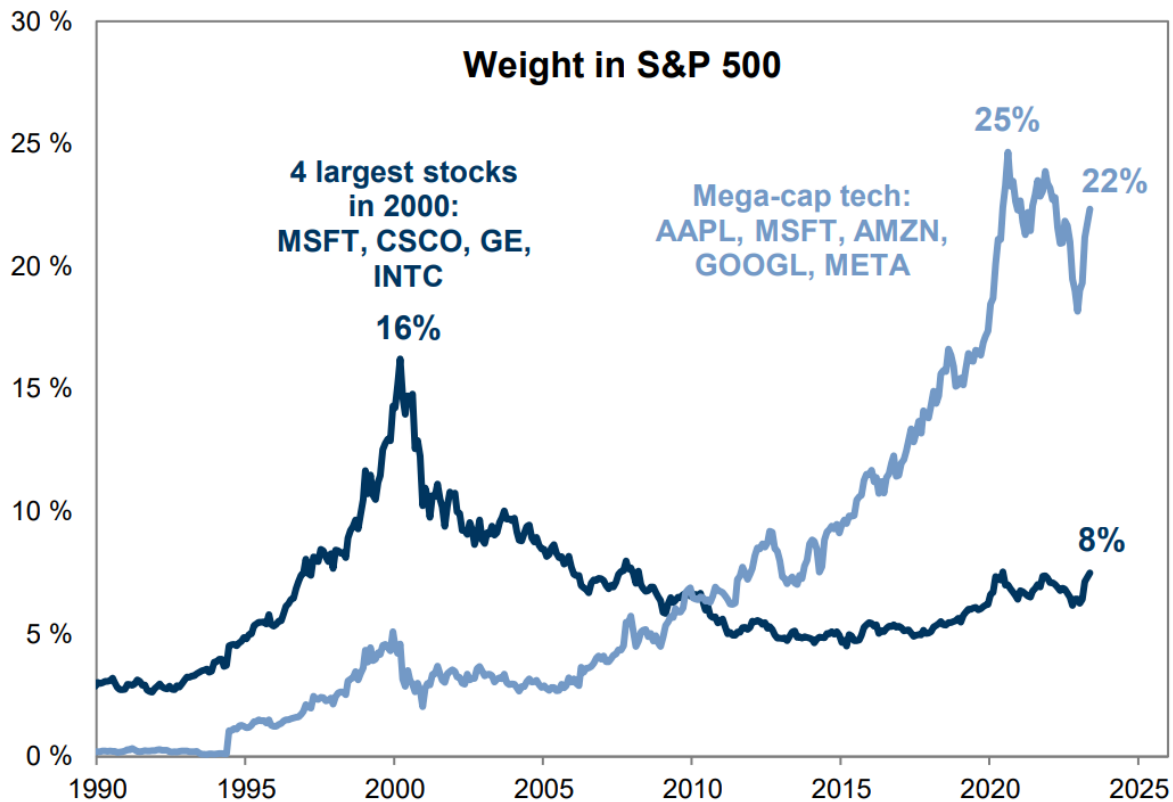


**Wykres 23: Po ubiegłorocznej przerwie liderzy trwającej od 2009 hossy powrócili na należne im miejsca na podium.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 24: Póki co, historia sprzed dwóch dekad nie chce się powtórzyć. Liderzy hossy i jednocześnie największe spółki w indeksie wciąż dominują nad resztą.**



źródło: Goldman Sachs

Każda hossa ma takich bohaterów i to ich zachowanie definiuje koniec trendu. Siedem dominujących dziś w składzie indeksu S&P500 spółek (Amazon, Apple, Alphabet, Meta, Microsoft, Nvidia oraz Visa) było głównymi gwiazdami trwających od 2009 roku wzrostów. To była ich hossa. A patrząc z dzisiejszej perspektywy, pomimo ubiegłorocznych chwilowych trudności, to wciąż jest ich hossa. Choć żaden z amerykańskich indeksów nie zdołał w tym roku pobić historycznego rekordu, to wyczyn ten udał się trzem spośród wymienionych wyżej liderów. Jeszcze pod koniec maja, w reakcji na doskonałe wyniki i podniesienie prognoz, historyczny szczyt z listopada 2021 roku szturmem wzięła Nvidia (wykres 25). Za jej przykładem chwilę później poszły Apple (12 czerwca) i Microsoft (15 czerwca) (wykres 26).

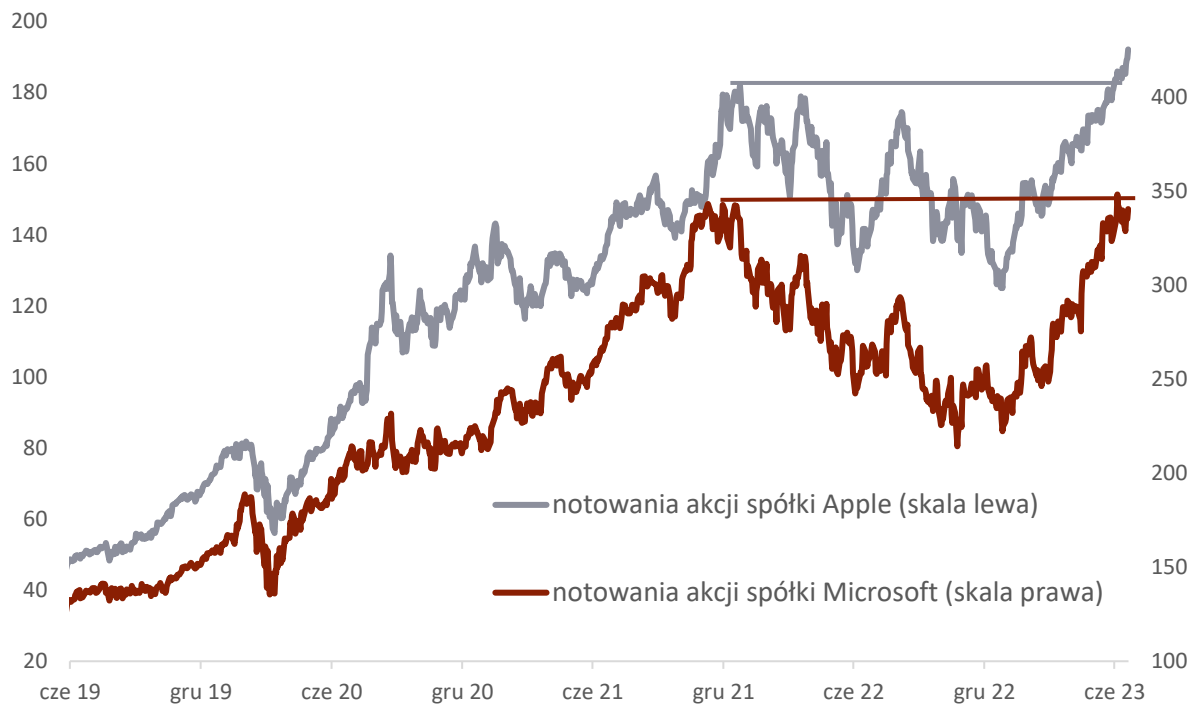
Motorem napędowym tegorocznej siły liderów hossy jest rewolucja AI, której jak się okazuje mogą być głównym beneficjentem (choć Apple i Visa stanęły jak na razie nieco z boku tej rewolucji). Nie umniejsza to jednak siły dowodu wspierającego przedstawioną wyżej tezę. W końcu kapitalizacja firmy założonej przez Steve'a Jobsa niemal 50 lat temu przekroczyła niedawno łączną kapitalizację 2000 małych spółek z indeksu Russell2000 (wykres 27). Gwiazdy hossy rozpoczętej w 2009 roku nie dają za wygraną.

**Wykres 25: Po świetnych wynikach i podwyższonych prognozach kurs Nvidii wystrzelił ponad rekord z 2021 roku.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 26: Najpierw akcje spółki Apple, a następnie notowania spółki Microsoft podążyły śladem akcji Nvidii i ustanowiły nowe rekordy.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 27: Spółka Apple jest dziś warta ponad 3 bln dolarów, czyli więcej niż 2000 małych spółek z indeksu Russell2000.**

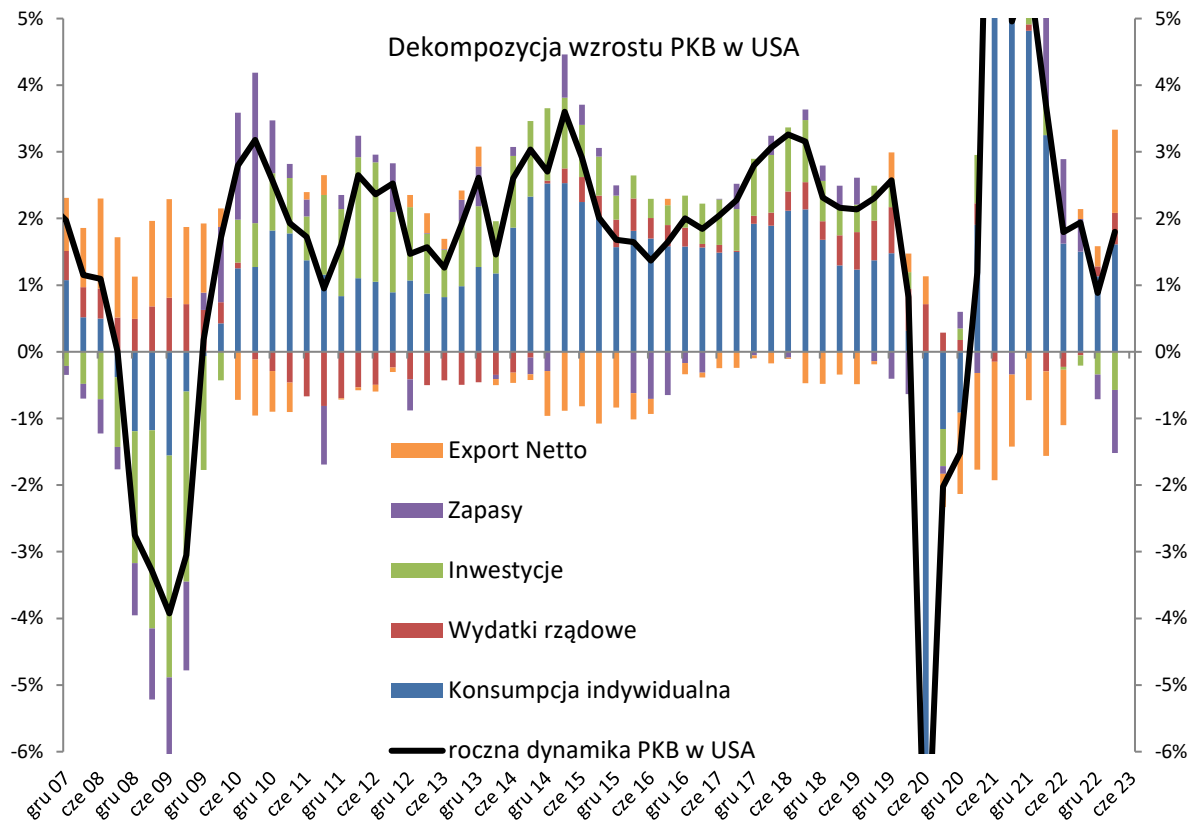


źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Dostrzegam dwie implikacje płynące ze zdefiniowania tegorocznych wzrostów na Wall Street nie jako nowej, ale jako kontynuacji starej hossy. Po pierwsze ciężko jest szukać i stawiać na nowych liderów, jeśli dotychczasowi wciąż utrzymują się na podium, a pretendenci do ich detronizacji nie zdołali się jeszcze wyłonić (co najczęściej dzieje się w ramach gospodarczego resetu – recesji). Po drugie, czas jaki upłynął od ostatniej pełnoobjawowej recesji i towarzyszącej jej bessy, czyli zjawisk, których nie doświadczyliśmy od 2009 roku (ubiegłoroczne spadki były efektem pęknięcia bańki spekulacyjnej, a nie odzwierciedleniem recesji) skłania do refleksji, że długoterminowy cykl gospodarczo-rynkowy może być raczej bliżej swego końca niż początku. Zresztą wiele wskazywało na to, że ta trwająca od 2009 roku ekspansja gospodarcza i hossa na rynkach akcji mogła się skończyć w klasyczny sposób już w latach 2020-21. Jednak wybuch pandemii oraz wprowadzenie gospodarki w stan śpiączki (a raczej zapaści), „leczonej” następnie gigantyczną stymulacją monetarno-fiskalną zaburzyło porządek rzeczy. Na normalny cykl gospodarczy nałożył się cykl sztucznie wytworzony podczas walki z pandemią.

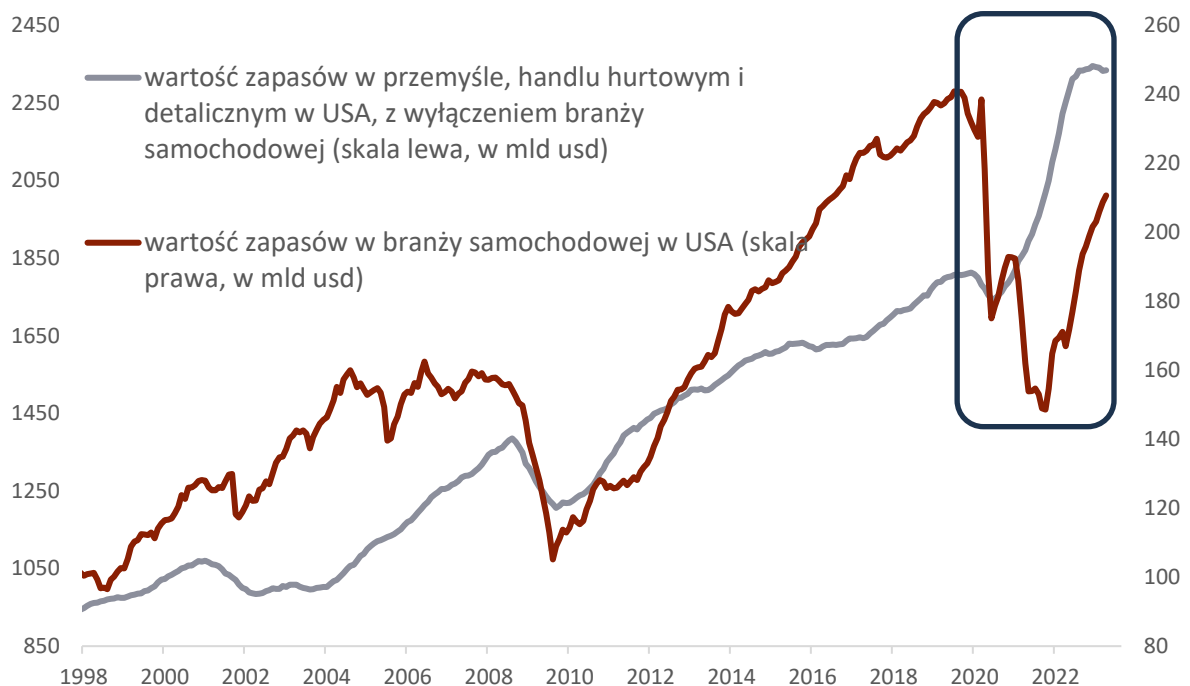
Trwające od połowy ubiegłego roku globalne spowolnienie wzrostu, którego świadectwem jest ujemna roczna dynamika PKB za pierwszy kwartał tego roku (czy to w Polsce, czy w Niemczech) nie jest klasyczną recesją. To wciąż jest jedynie efekt rozliczenia z okresem pandemii. Znaczącą słabość wykazują jedynie te sektory, które nadzwyczaj dobrze radziły sobie w czasie pandemicznej ekspansji np. przemysł i handel, ale nie obejmuje ona szerokiej gospodarki. Plaga zwolnień dotyka przede wszystkim firmy, które nadmiernie rozbudowały zatrudnienie w latach 2020-21. Na niższe odczyty PKB zarówno w USA, jak i w naszym kraju, duży wpływ wywarł i zapewne do końca roku wywierać będzie proces redukcji zapasów, które zostały nagromadzone podczas zakupowego szału czasów pandemii (wykresy 28-31).

**Wykres 28: Wewnętrzna konsumpcja wciąż wspiera wzrost PKB w USA, hamulcowym są inwestycje mieszkaniowe oraz kurczący się poziom zapasów.**



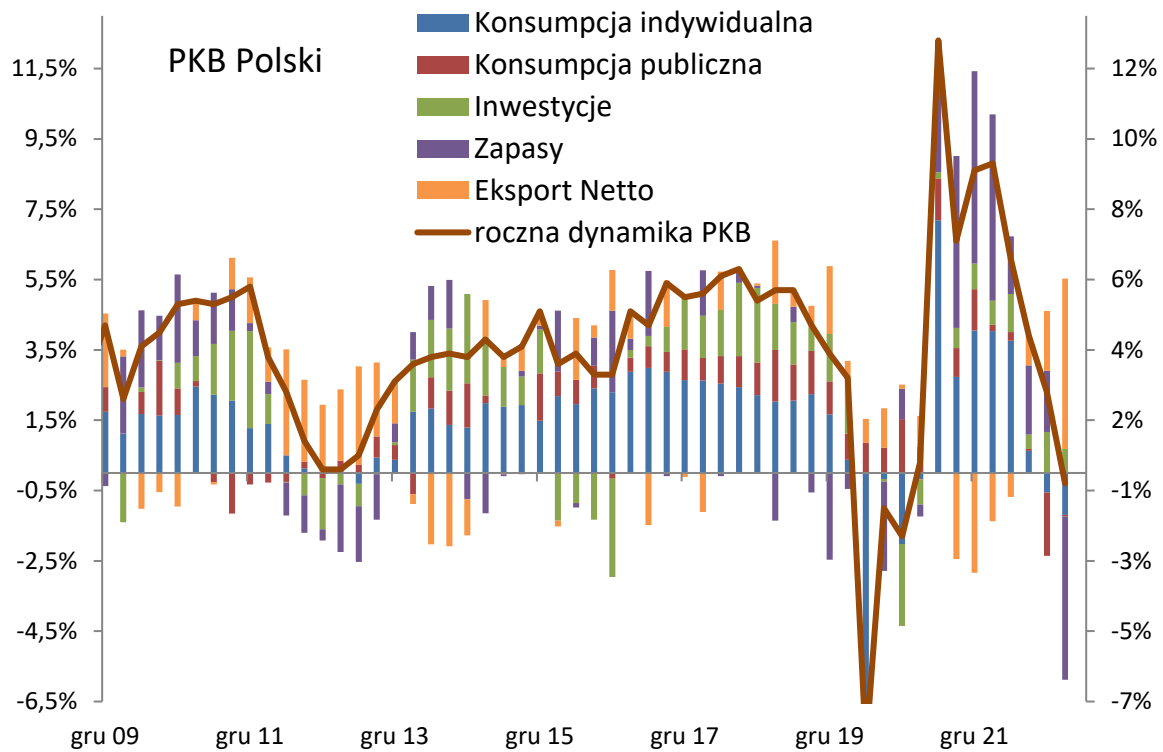
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 29: Nie licząc branży samochodowej zapasy towarów w magazynach w USA wzrosły nadmiernie w czasach pandemii.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 30: W Polsce głównym obciążeniem dla wzrostu PKB jest w tym roku zmiana poziomu zapasów w gospodarce.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 31: W Polsce poziom zapasów w czasie pandemii wzrósł znacząco nie tylko nominalnie, ale i względem wielkości sprzedaży.**

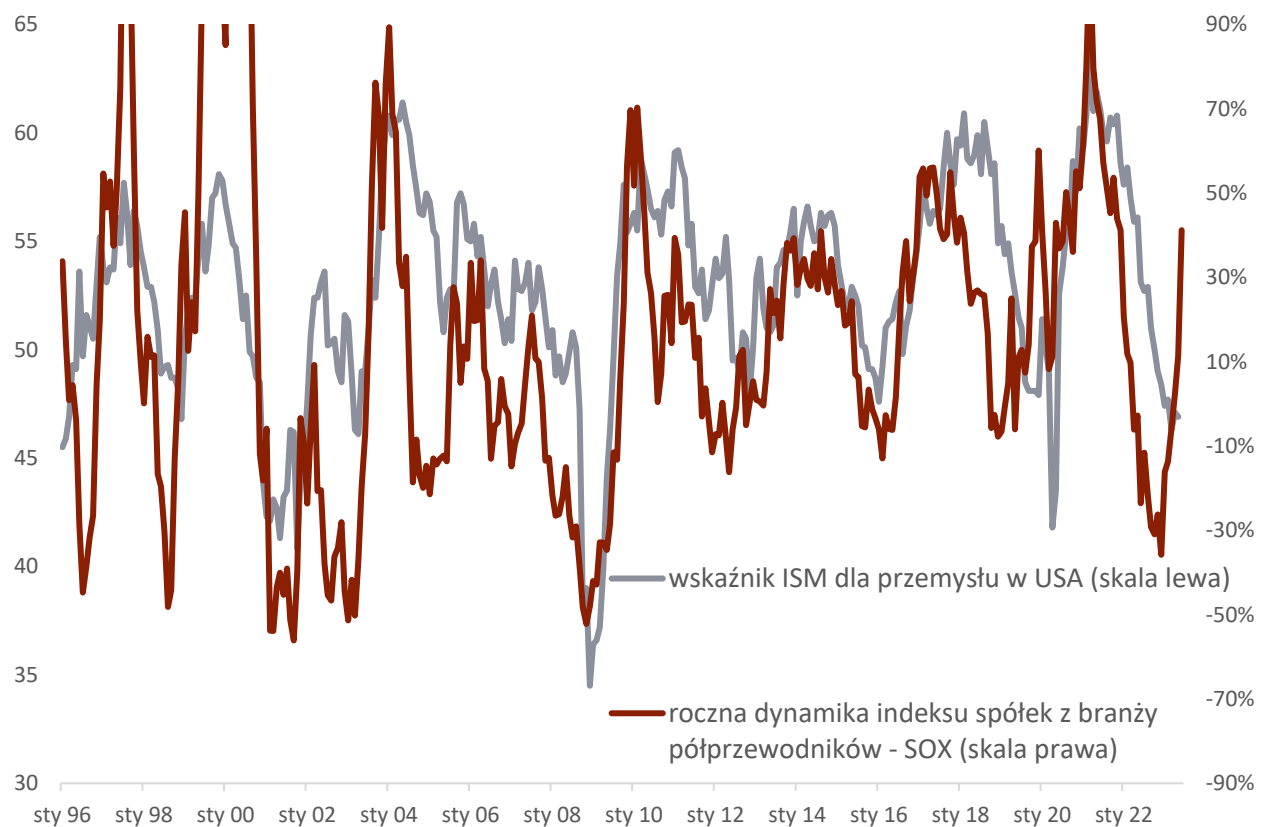


źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Biorąc pod uwagę jedynie ten krótkoterminowy pandemiczny cykl, można uznać, że jego dołek jest już blisko, a przemysł (wskaźniki PMI) zacznie powoli się odradzać, gdy przyjdzie pora na odnowienie stanów magazynowych. Można nawet próbować dowieść, że taki scenariusz zyskał pośrednie wsparcie ze strony sztucznej inteligencji stojącej za tegorocznym wystrzałem notowań akcji spółek z branży półprzewodnikowej. Ich zachowanie (roczna dynamika stóp zwrotu) było z kolei przez ostatnie 30 lat jednym z najlepszych wskaźników wyprzedzających dla przemysłowego indeksu ISM w USA (wykresy 32-36)).

Czerwcowy wyskok spółek reprezentujących mocno cykliczne sektory, takie jak przemysł, transport i surowce oraz firm o mniejszej kapitalizacji mógł być próbą dyskontowania przez rynek takiej właśnie poprawy w nadchodzących kwartałach (wykres 37).

**Wykres 32: Czy siła spółek z branży półprzewodników wsparta rewolucją AI trafnie przewiduje odrodzenie przemysłu?**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 33: Względna siła rynku obligacji korporacyjnych świadczy o chwilowym charakterze przemysłowej słabości.

### Chart 12: ISM index in contraction, but US HY/IG spreads tight

ISM manufacturing index vs US HY/IG spread



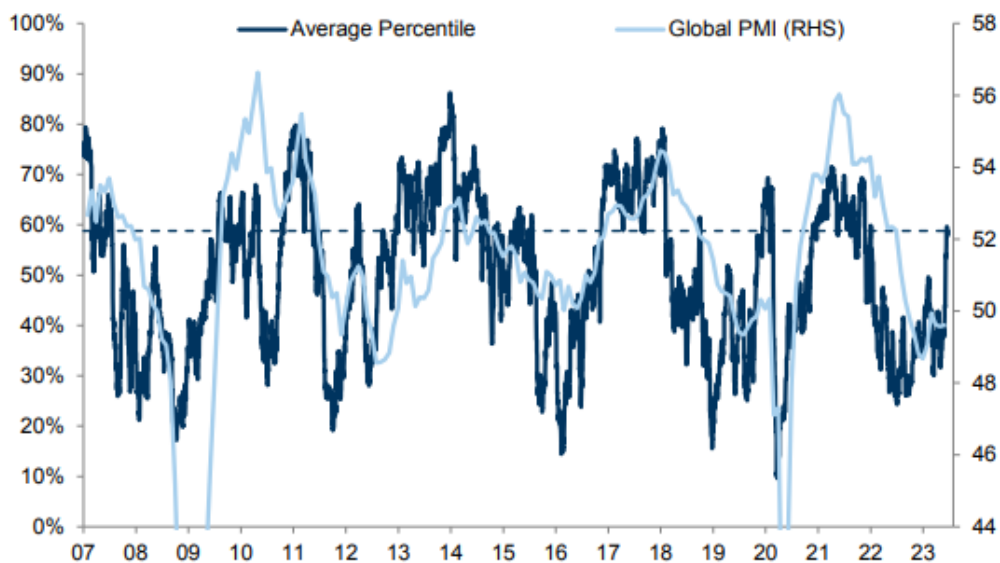
Source: BofA Global Investment Strategy, Bloomberg

źródło: [https://twitter.com/ISABELNET\\_SA](https://twitter.com/ISABELNET_SA)

Wykres 34: Ostatnia poprawa sentymentu i pozycji zajmowanych przez inwestorów może sugerować odbudowę globalnego przemysłu.

### Our positioning and sentiment indicator has turned more bullish

Data since 2007

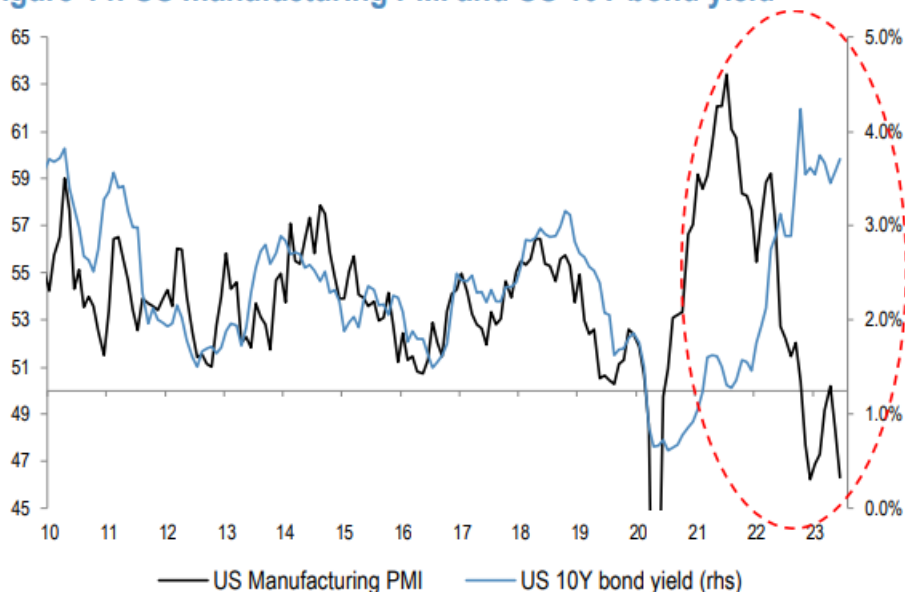


źródło: Goldman Sachs



**Wykres 35: Wysoki poziom rentowności obligacji skarbowych nie przystaje do niskich odczytów PMI dla przemysłu.**

**Figure 14: US manufacturing PMI and US 10Y bond yield**



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

źródło: JP Morgan

**Wykres 36: Zachowanie cyklicznych spółek względem defensywnych na europejskich parkietach może świadczyć o nadciągającej poprawie w przemyśle.**

**Figure 15: European Cyclical vs Defensives and Manufacturing PMI**

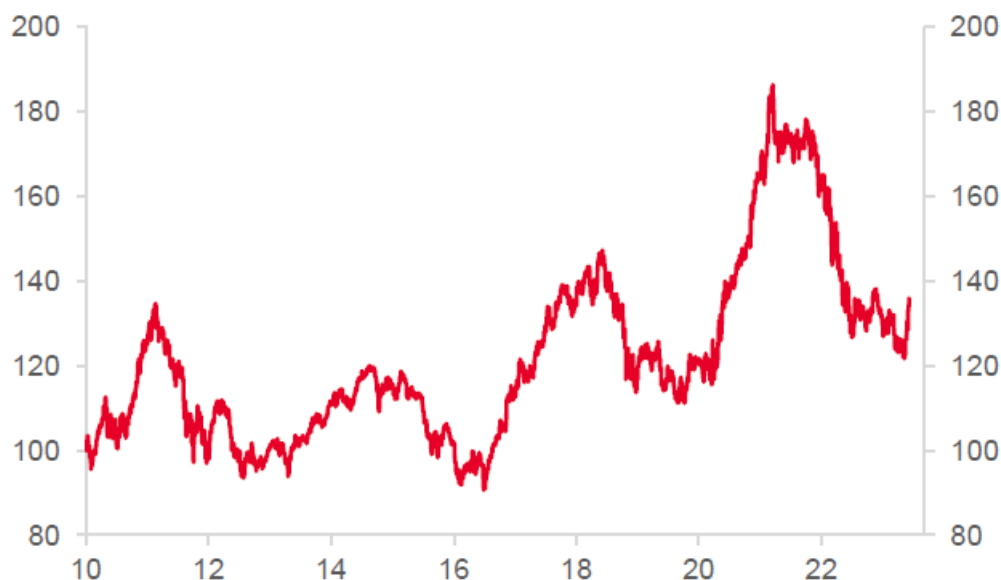


Source: Datastream, J.P. Morgan

źródło: JP Morgan

Wykres 37: Czerwcowe siła spółek cyklicznych w USA może być sygnałem do rozpoczęcia dłuższego odbicia wspartego poprawą w przemyśle i handlu.

## US cycle-sensitive equity long-short performance is no longer getting worse



US cycle-sensitive equity long-short is the relative performance of the 30 stocks in the S&P 500 with the best positive relationship with the US macro cycle, against the 30 stocks with the least positive relationship. Source: Bloomberg, SG Cross Asset Research/ Equity Strategy

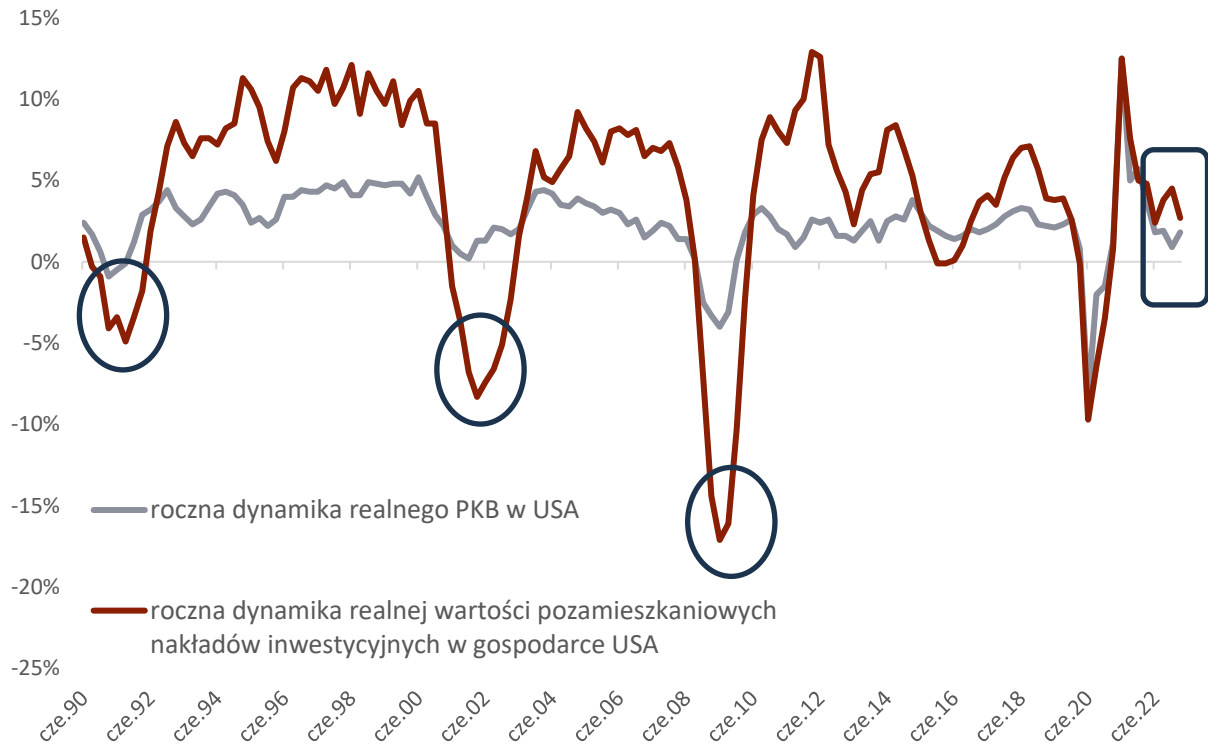
źródło: Societe Generale

Problem w tym, że długoterminowy cykl gospodarczy, ten trwający z niewielkimi fluktuacjami od 2009 roku, może dopiero zaczynać wchodzić w okres między spowolnieniem a prawdziwą recesją.

Za nami najszybszy i najsilniejszy od dekad okres zacieśnienia polityki monetarnej przez główne banki centralne na świecie, którego konsekwencje nie zostały jeszcze w pełni uwzględnione w gospodarce i w wynikach przedsiębiorstw. Wyższy koszty kapitału, trudniejszy dostęp do kredytu bankowego to problemy, z którymi wiele firm i gospodarstw domowych dopiero będzie musiało się zmierzyć w kolejnych kwartałach. Póki co, przedsiębiorstwa nie rezygnują z inwestycji mających na celu wzrost zdolności produkcyjnych lub usprawnienie produktywności. Natomiast każdej klasycznej recesji towarzyszyło wyraźne tąpnięcie w nakładach inwestycyjnych firm.

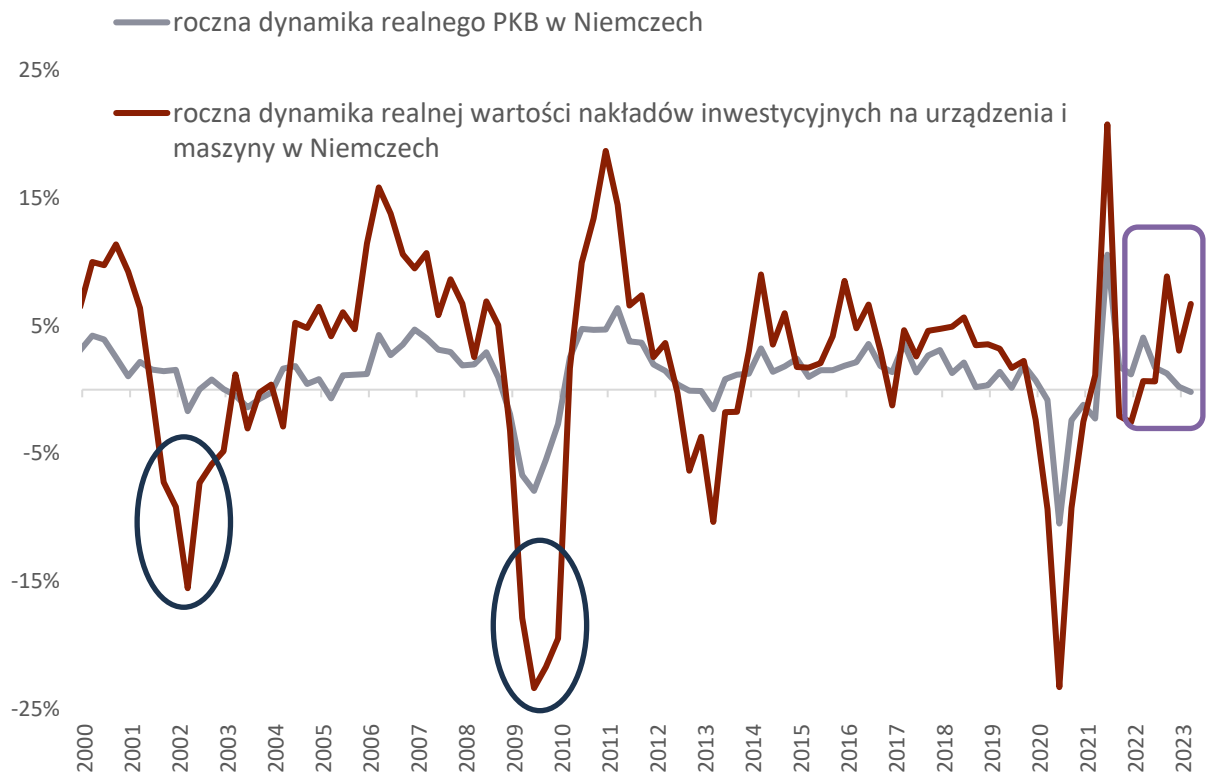
Dziś, według danych za pierwszy kwartał 2023 roku, pomimo niskich odczytów PKB (a nawet technicznej recesji) realna dynamika inwestycji (nie licząc nieruchomości) w gospodarce wciąż jest dodatnia, tak w USA, jak i w Niemczech oraz w Polsce (wykresy 38-40).

**Wykres 38: Obecne spowolnienie wzrostu jest konsekwencją rozliczeń po pandemii, a nie recesją, o czym świadczy stan inwestycji pozamieszaniowych w gospodarce USA.**



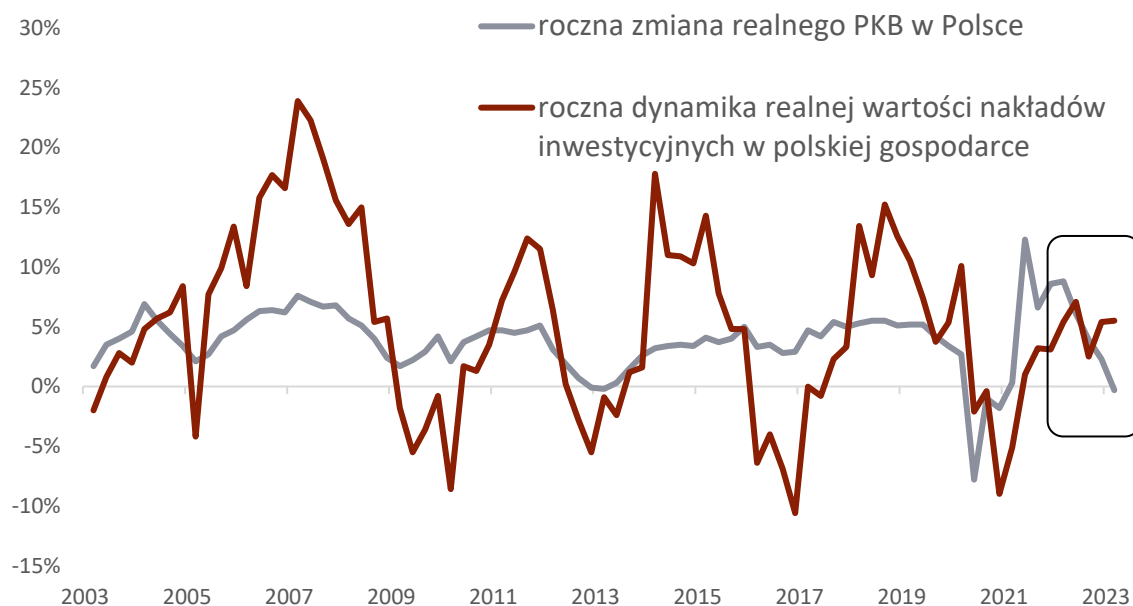
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 39: Pomimo ujemnej zmiany PKB w I kwartale w Niemczech, dynamika inwestycji przedsiębiorstw jest wyraźnie dodatnia (inaczej niż w klasycznej recesji).**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

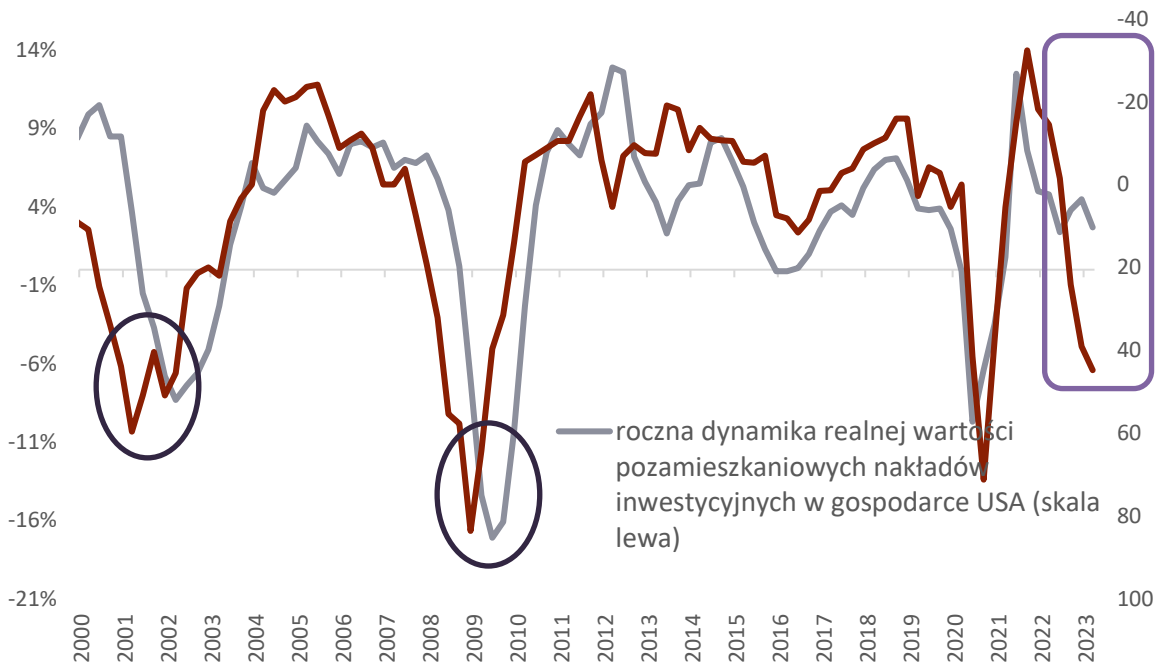
**Wykres 40: Inwestycje firm w Polsce trzymają się nad wyraz dobrze w obliczu ujemnej dynamiki zmian w PKB.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Skala dotychczasowego zacieśnienia polityki kredytowej przez banki na całym świecie sugeruje jednak (bazując na historycznych przykładach), że w kolejnych kwartałach nakłady inwestycyjne przedsiębiorstw mogą być raczej obciążeniem niż wsparciem dla wzrostu gospodarczego (wykresy 41-43). Ponieważ skłonność banków do udzielania kredytów jest silnie skorelowana z bieżącym stanem przemysłu (np. wskaźnik PMI), to potencjalne przemysłowe odrodzenie w ramach krótkoterminowego postpandemicznego cyklu mogłoby wpłynąć na odroczenie prawdziwej recesji (wykres 44).

**Wykres 41: Jeśli brać przykład z historii to niska skłonność banków do udzielania kredytów powinna być zapowiedzią spadku dynamiki inwestycji w przedsiębiorstwach w USA.**



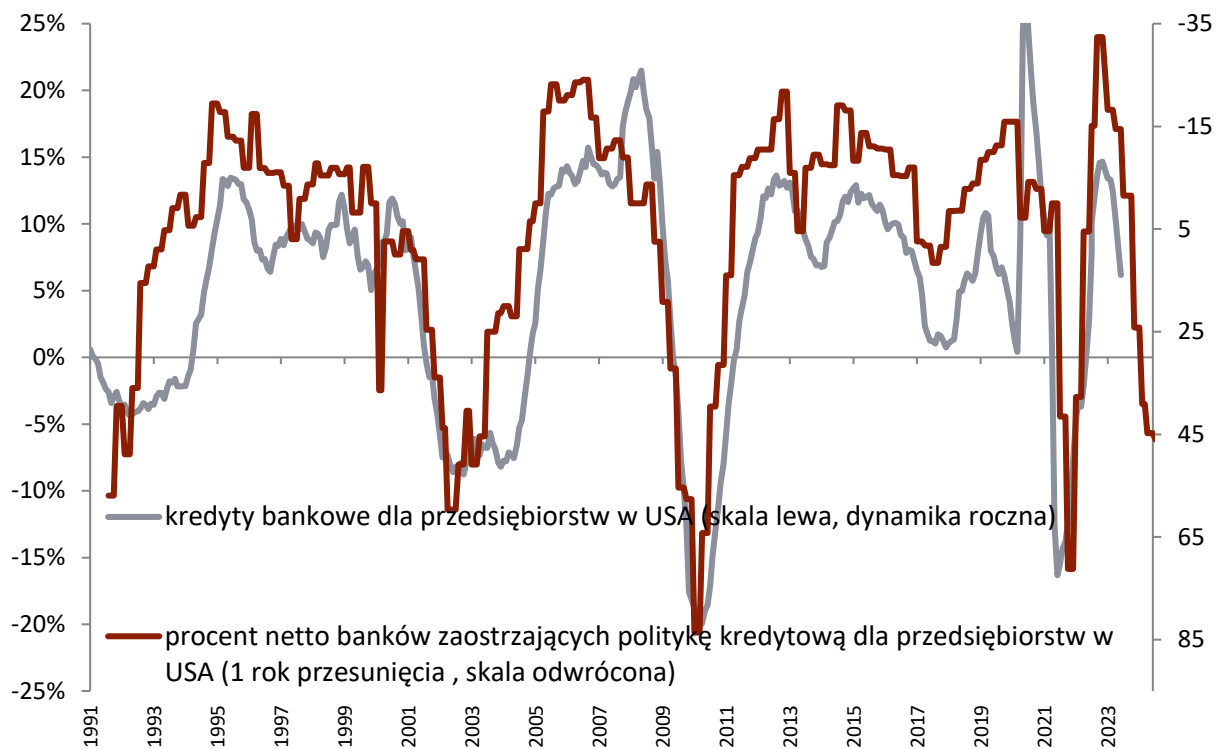
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 42: Także w Europie zaostrzenie polityki kredytowej powinno obniżyć skłonność firm do inwestycji.**



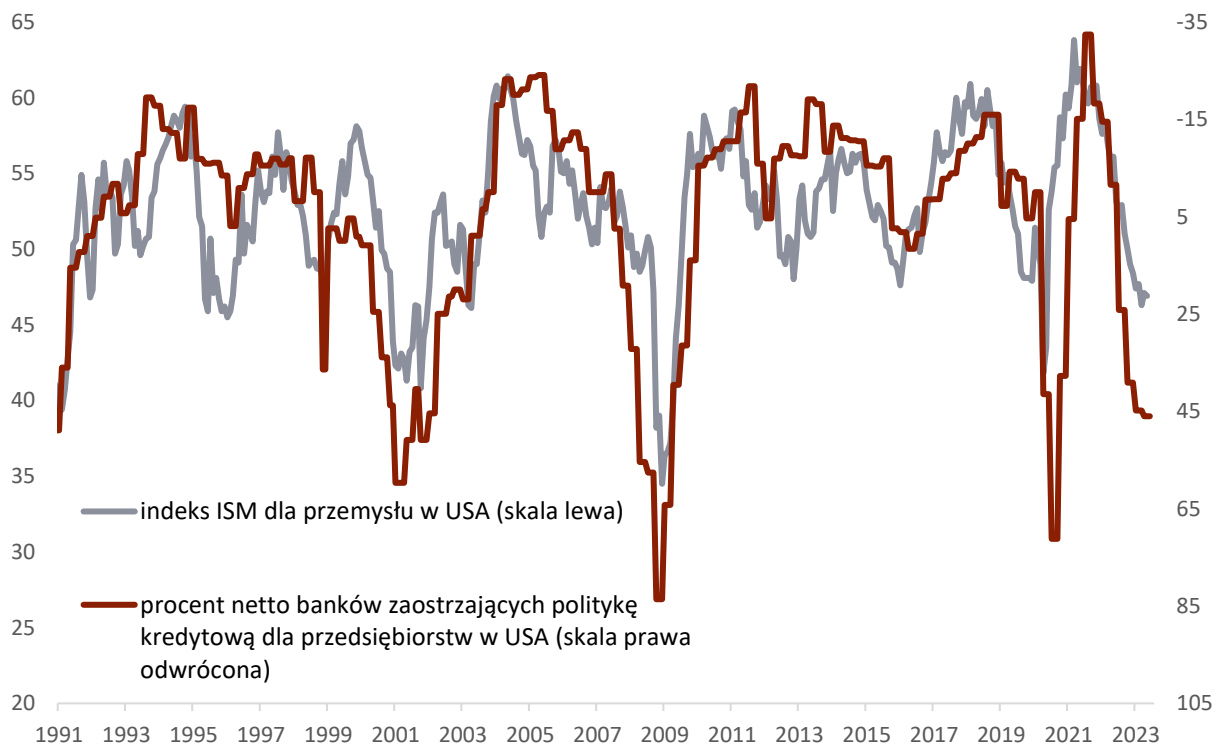
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 43: Dostępność kredytu coraz trudniejsza i akcja kredytowa dla firm w USA już spowalnia.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 44: Jedynie znaczące odrodzenie przemysłu mogłoby wywołać złagodzenie polityki kredytowej przez banki.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Natomiast to, co do tej pory skłaniało firmy do wstrzemięźliwości w procesie ograniczania kosztów (zatrudnienia, inwestycji) to premia, albo raczej iluzja inflacyjna, dzięki której marże oraz nominalne zyski firm utrzymują się blisko rekordów (wykres 45). Tę premię widać wyraźnie porównując realne i nominalne dynamiki zmian w rachunku PKB, zarówno w przypadku konsumpcji, jak i inwestycji (wykresy 46-49). Wraz ze spadkiem presji inflacyjnej ta premia też będzie zanikać, a wysokie koszty odsetkowe oraz wzrost wynagrodzeń coraz mocniej będą dawały się we znaki przedsiębiorcom (wykresy 50-53).

**Wykres 45: Poziom zysków i rentowność firm w amerykańskiej gospodarce wciąż są bliskie rekordowym poziomom, co ogranicza konieczność dokonywania cięcia kosztów.**



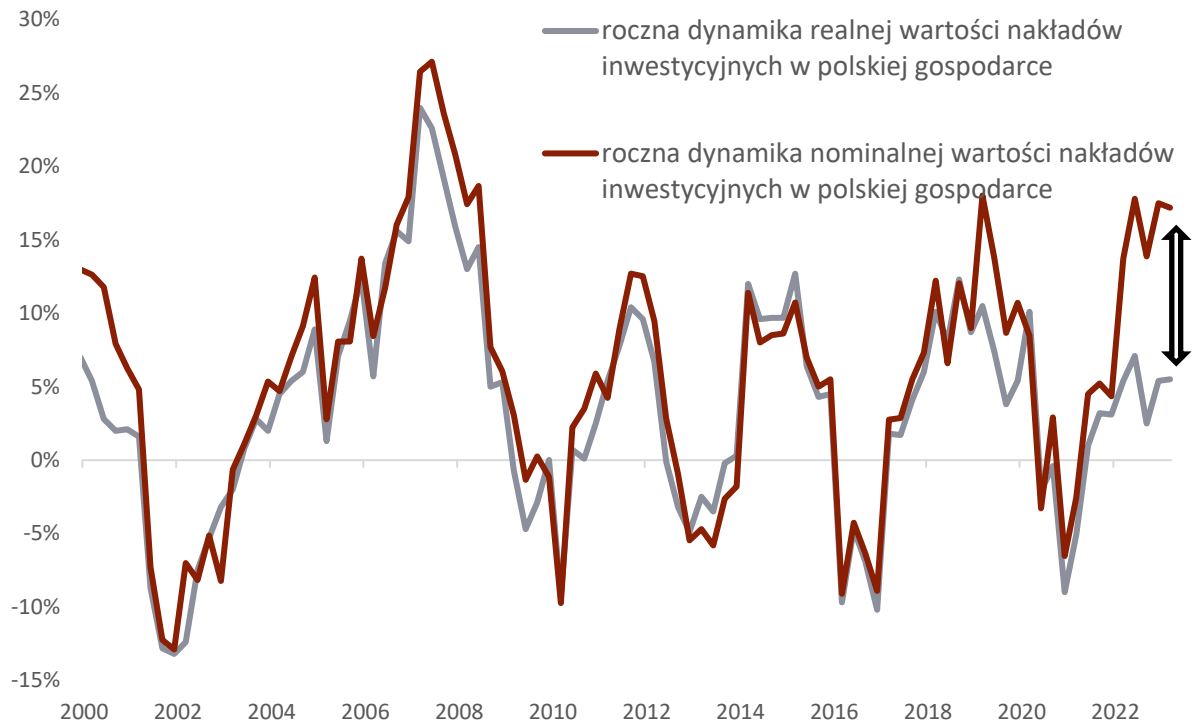
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 46: Konsumpcja nominalna a realna to dwie różne kwestie. Wysoka inflacja powoduje iluzję wysokich przychodów i wyników w spółkach.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 47: Premia, albo raczej iluzja inflacyjna obniża presję na ograniczanie kosztów zatrudnienia, czy zatrzymanie nakładów inwestycyjnych w przedsiębiorstwach.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 48: Premia (iluzja) inflacyjna w USA.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

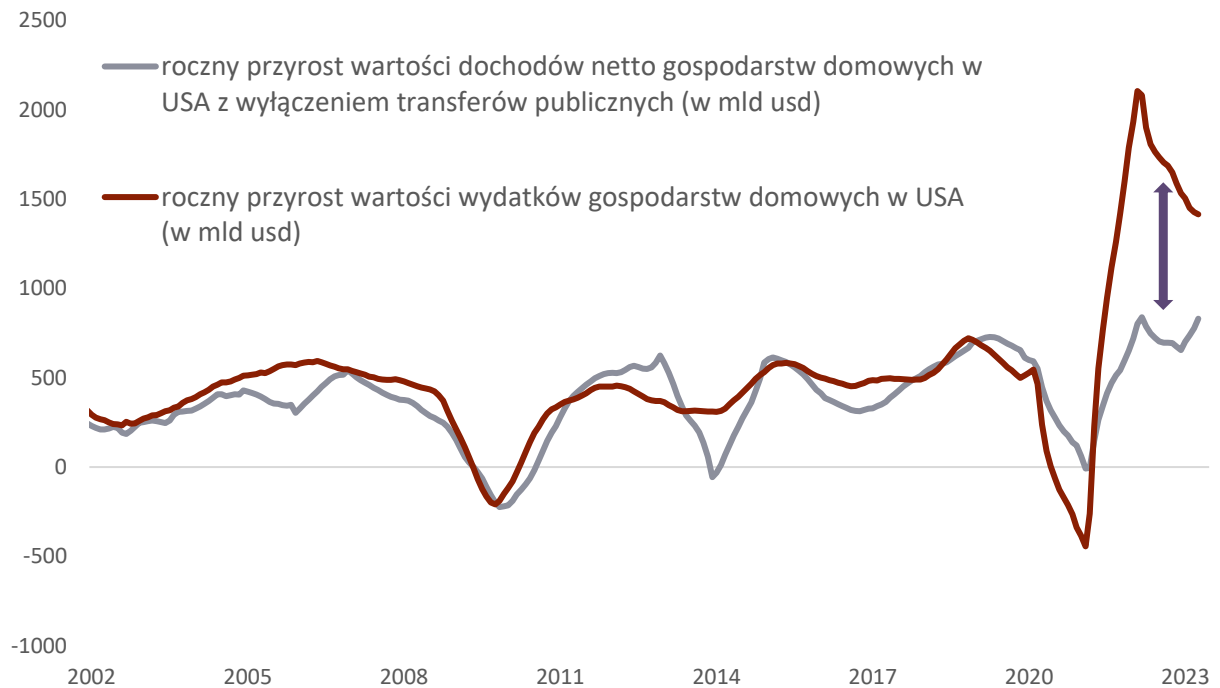


**Wykres 49: Premia (iluzja) inflacyjna w Niemczech.**



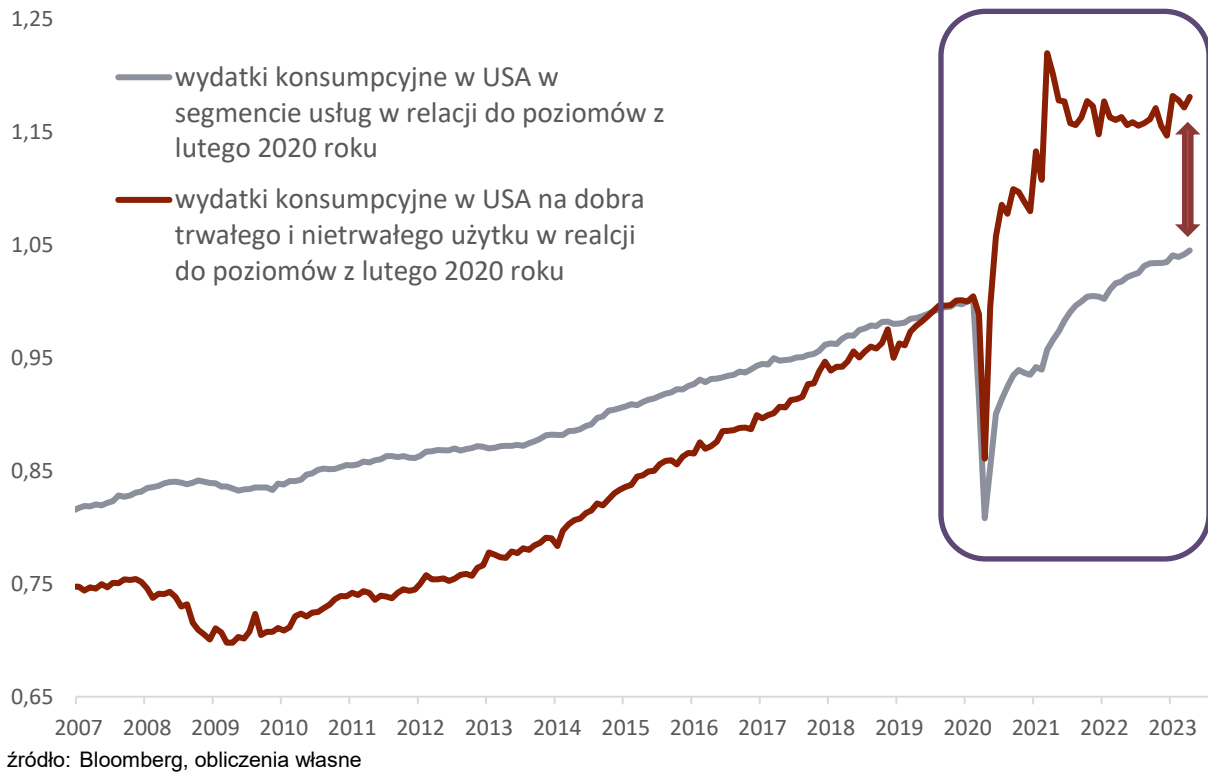
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 50: W USA poziom wydatków konsumpcyjnych wciąż jest oderwany od strony dochodowej.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

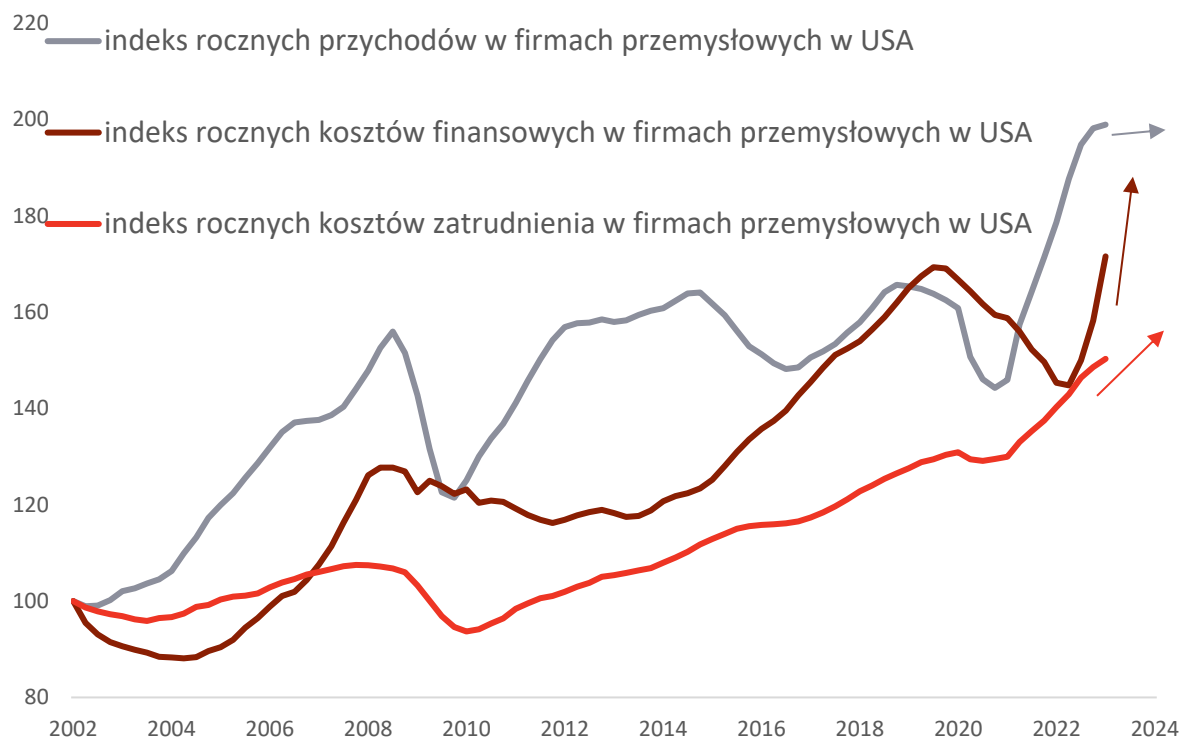
**Wykres 51: Konsumpcja usług w USA wróciła do trendu jednak konsumpcja dóbr wciąż jest zaskakująco wysoka.**



**Wykres 52: Przy spadającej inflacji dynamika przychodów ma prawo spadać, ale koszty pracy pozostaną wysokie co powinno się odbić na marżach przedsiębiorstw.**



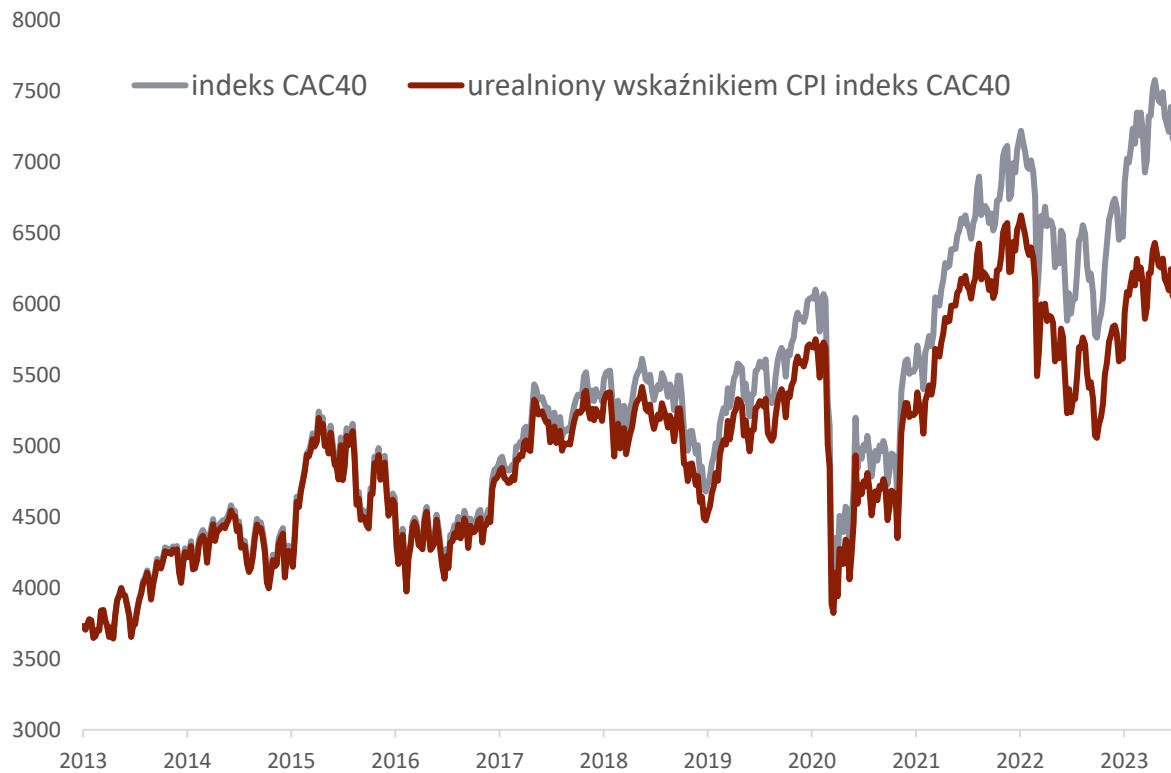
**Wykres 53: Koszty pracy oraz koszty finansowe mogą zacząć być bardziej odczuwalne przez firmy w USA.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Podsumowując, w kolejnych kwartałach może nastąpić konfrontacja między próbującym wkroczyć na ścieżkę odbudowy globalnym przemysłem i handlem, a gospodarczymi skutkami wzrostu kosztu pieniądza oraz zacieśniania polityki kredytowej przez banki. Ubiegłoroczny szok związany z tempem i skalą podwyżek stóp wpłynął na rynki i wycenę różnych aktywów, ale nie zdążył przełożyć się jeszcze znacząco na realną gospodarkę, która wciąż korzysta z premii (iluzji) inflacyjnej, przez co firmy nie są zmuszane do ograniczania kosztów zatrudnienia oraz wstrzymywania inwestycji. Inflacja komplikuje też kwestię właściwego zdefiniowania obecnego trendu. To co dla wielu inwestorów jest nową, długoterminową hossą, patrząc przez pryzmat wzrostu cen w gospodarce, wciąż jest jedynie korektą w realnej bessie rozpoczętej pod koniec 2021 roku (wykresy 54-57).

**Wykres 54: Indeks CAC40 z nowym rekordem potwierdził kontynuację hossy, ale po uwzględnieniu inflacji bessa jeszcze nie została zanegowana.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 55: W ujęciu realnym do nowego rekordu na indeksie DAX jeszcze trochę brakuje.**



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Wykres 56: Tegoroczne wzrosty na urealnionym indeksie S&P500 nie wyglądają już tak imponująco.**



**Wykres 57: Wysoka inflacja w Polsce wspiera nominalne wyniki spółek i nominalny poziom indeksu WIG, ale po uwzględnieniu wzrostu cen trudno jest już bronić tezy, że polskie akcje chronią przed inflacją.**





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.).

## **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)