



Komentarz miesięczny

Zarządzającego Funduszami Investors TFI

Jarosław Niedzielewski

Dyrektor Departamentu Inwestycji

Wrzesień 2023 r.

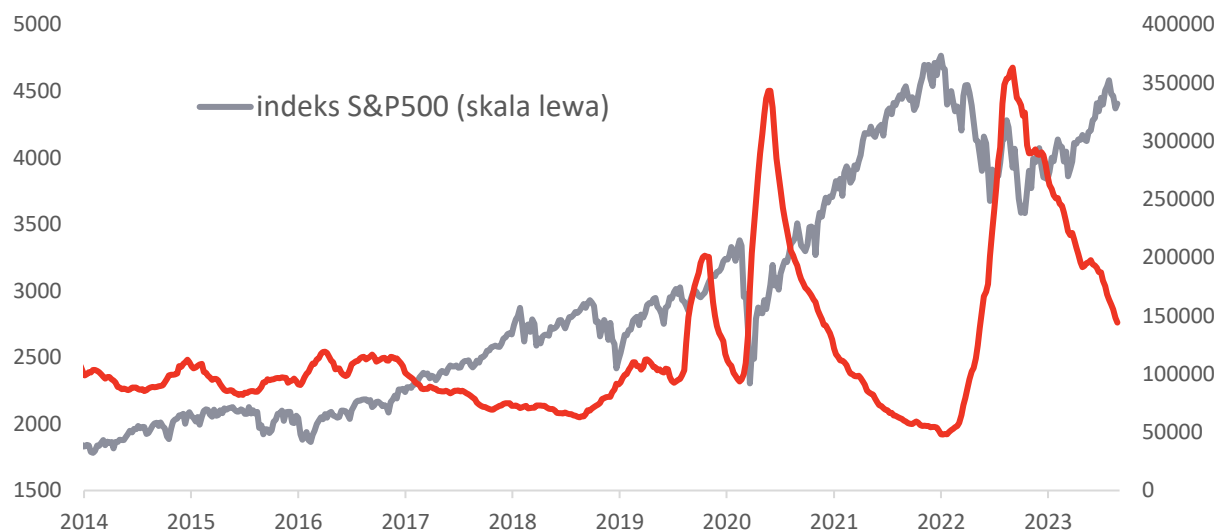


Podsumowanie

- ✦ Po dwóch miesiącach niemal nieprzerwanych silnych wzrostów, które objęły większość spółek i sektorów, główne indeksy na Wall Street były o krok od ustanowienia nowych szczytów w trwającej od 2009 roku hossie. Biorąc pod uwagę dywidendy, do osiągnięcia tego wyczynu indeksowi Nasdaq 100 zabrakło jedynie 3%, a wskaźnikowi S&P500 2%. Przemysłowy indeks Dow Jones zdołał nawet wyrównać rekord z początku 2022 roku. Dlatego trudno się dziwić osiągniętym pod koniec lipca wysokim wskaźnikom sentymentu inwestorów zarówno w USA. Z drugiej strony, przy takim nagromadzeniu optymizmu, wystarczyła iskra, żeby wywołać falę wyprzedzaży i gwałtowne odwrócenie nastrojów.
- ✦ Jeszcze na początku roku Państwo Środka postrzegane było jako główne wsparcie dla światowej gospodarki. Wiosną stało się największym rozczarowaniem, a dziś zaczęło odgrywać rolę głównego zagrożenia dla globalnego wzrostu. Co prawda pocovidowe otwarcie w Chinach rzeczywiście postępuje, co widać między innymi po znaczącym wzroście importu ropy naftowej i nasileniu ruchu lotniczego, jednak główne filary gospodarki, takie jak rynek nieruchomości, produkcja przemysłowa, wymiana handlowa, a nawet sprzedaż detaliczna, wyraźnie kuleją.
- ✦ Czy w związku z tym dalsza zapaść chińskiego rynku nieruchomości, której skutki odczuwa już cała tamtejsza gospodarka, będzie miała tak dużą siłę rażenia, że przesądzi o zakończeniu tegorocznej hossy na Wall Street oraz o wpuśdzeniu USA w prawdziwą recesję? Wątpię, biorąc pod uwagę jak ograniczony wpływ na rynki i amerykańską gospodarkę miały ostatnie dwa lata wypuszczania powietrza z tej bańki (w Europie ten wpływ był i jest nieco bardziej widoczny).
- ✦ Pomimo szybkiego i znaczącego podwyższenia stóp przez Fed, w 1994 roku uniknięto recesji. Jednym z powodów takiego stanu rzeczy była finansowa odporność firm w USA na wzrost kosztu pieniądza. To samo dzieje się dziś. Co zadziwiające, koszty odsetkowe netto wręcz spadły w pierwszym roku zacieśniania polityki monetarnej przez bank centralny USA. Amerykańskie firmy zarabiają krocie na krótkoterminowych aktywach, a duża część kosztów odsetkowych wciąż jest ponoszona według stóp sprzed kilku lat. Wychodzi więc na to, że wysiłki Jerome'a Powella generalnie wsparty wyniki przedsiębiorstw i tym samym ugruntowały siłę rynku pracy, niejako wbrew intencjom wygłoszonym przez niego podczas ubiegłorocznego spotkania w Jackson Hole. Okazuje się natomiast, że główną ofiarą podwyżek stóp przez Fed stał się amerykański rząd.
- ✦ Tak czy inaczej, zarówno chińskie kłopoty w obecnej odsłonie, jak i pryncypialna walka Fed z inflacją to trochę za mało, żeby już dziś doprowadzić do trwałej zmiany trendu. Nowe szczyty S&P500 ciągle są możliwe, choć może nie być nam dane długo się nimi cieszyć.

Niewiele zabrakło, by w połowie wakacji amerykańskie indeksy akcji ustanowiły nowe rekordy, co byłoby doskonałym ukoronowaniem trwającego od października ubiegłego roku trendu wzrostowego na Wall Street. Niestety, sierpniowa przecena nie tylko na to nie pozwoliła, ale też zakwestionowała pozytywny obraz czerwcowo-lipcowego odbicia, które dzięki istotnej poprawie szerokości rynku, wywołało wśród inwestorów niemal euforię. Dziś, w obliczu spadków, które nie oszczędziły nawet liderów tegorocznej hossy, entuzjazm nieco przygaś. Choć o recesji nikt już nie wspomina (wykresy 1-2), to coraz wyższe rentowności obligacji trudno jest zupełnie ignorować. Z drugiej strony Chiny, zamiast wspierać światową gospodarkę, stały się dla niej zagrożeniem.

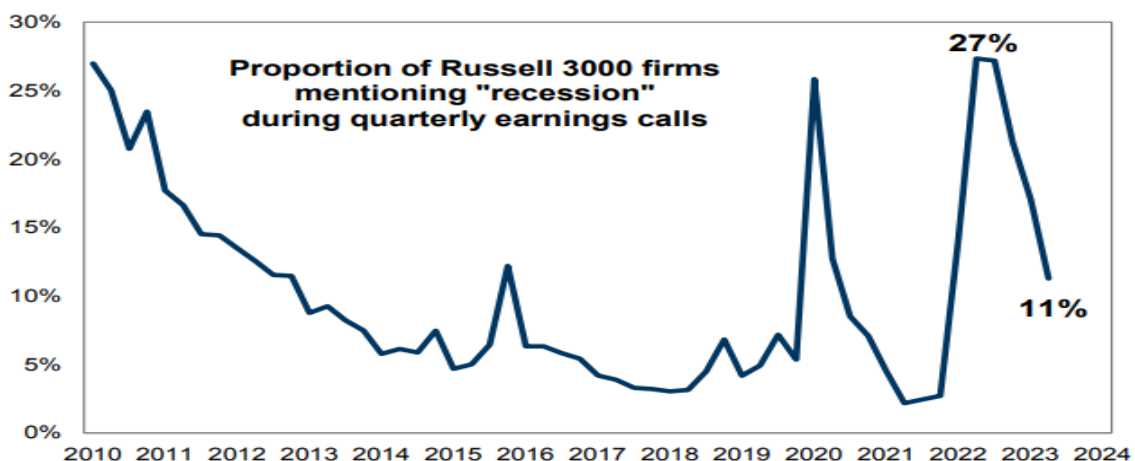
Wykres 1: Z miesiąca na miesiąc temat recesji coraz mniej zajmuje inwestorów.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 2: Spółki w USA podczas konferencji powynikowych coraz rzadziej używają słowa „recesja”.

Exhibit 4: The proportion of firms mentioning “recession” in quarterly earnings calls continues to fall from its recent peak in 2022 as of August 11, 2023

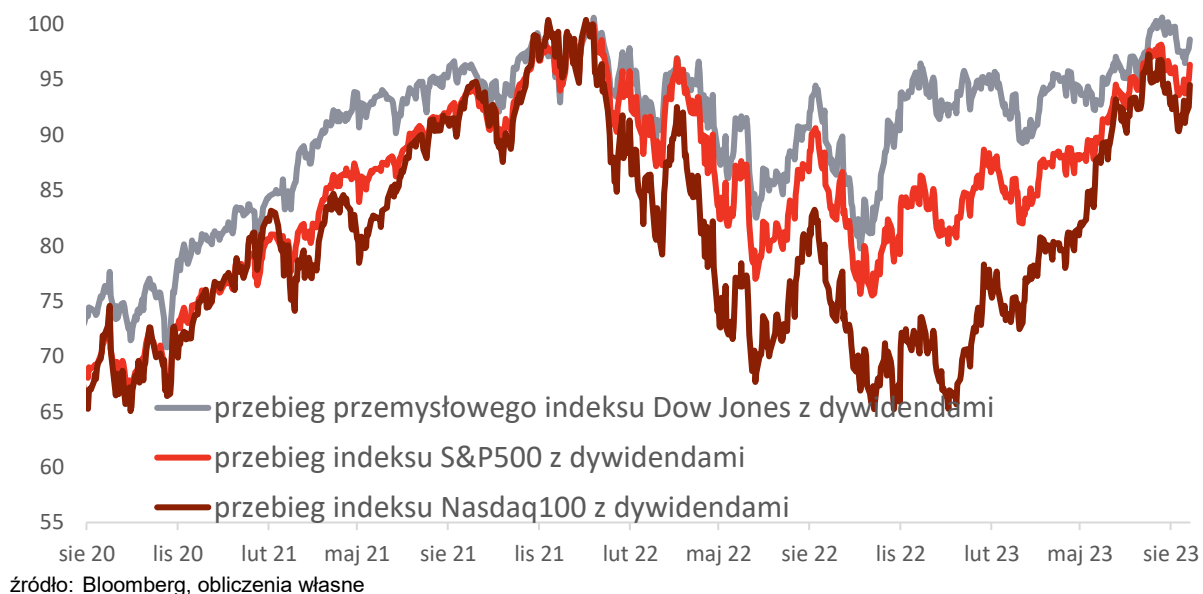


Source: Goldman Sachs Global Investment Research

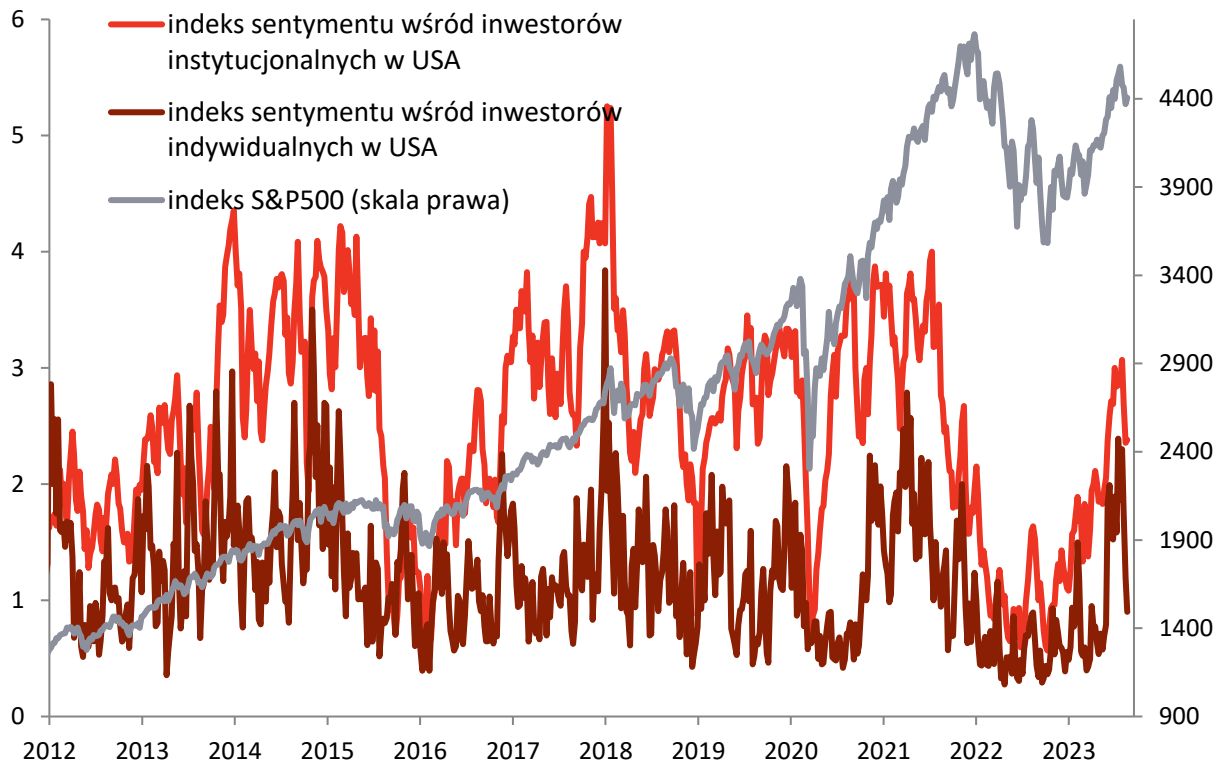
źródło: Goldman Sachs

Po dwóch miesiącach niemal nieprzerwanych silnych wzrostów, które objęły większość spółek i sektorów, główne indeksy na Wall Street były o krok od ustanowienia nowych szczytów w trwającej od 2009 roku hossie. Biorąc pod uwagę dywidendy do osiągnięcia tego wyczynu indeksowi Nasdaq 100 zabrakło jedynie 3%, a wskaźnikowi S&P500 2%. Przemysłowy indeks Dow Jones zdołał nawet wyrównać rekord z początku 2022 roku. W Polsce indeksowi WIG do rekordu zabrakło zaledwie 4%. Dlatego trudno się dziwić osiągniętym pod koniec lipca wysokim wskaźnikom sentymentu inwestorów zarówno w USA, jak i w Polsce. Z drugiej strony przy takim nagromadzeniu optymizmu wystarczyła iskra, żeby wywołać falę wyprzedaży i gwałtowne odwrócenie nastrojów.

Wykres 3: Pod koniec lipca niewiele brakowało, żeby główne indeksy na Wall Street ustanowiły nowe rekordy hossy.

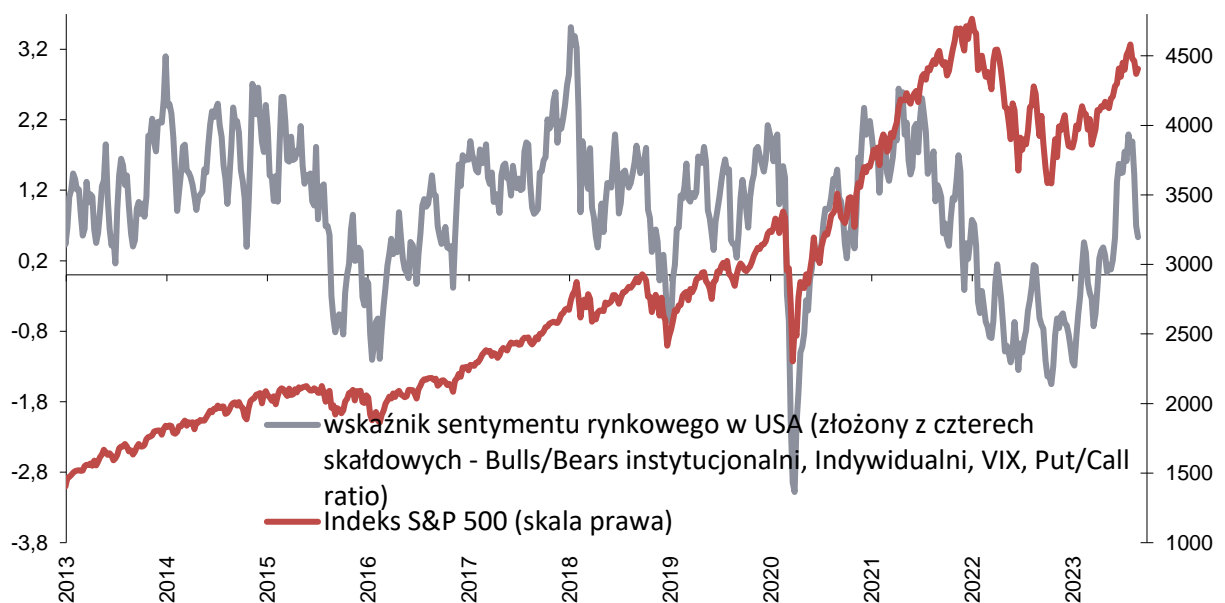


Wykres 4: W połowie wakacji wśród inwestorów zapanowała niemal euforia. W sierpniu nastroje ochłodziły się.



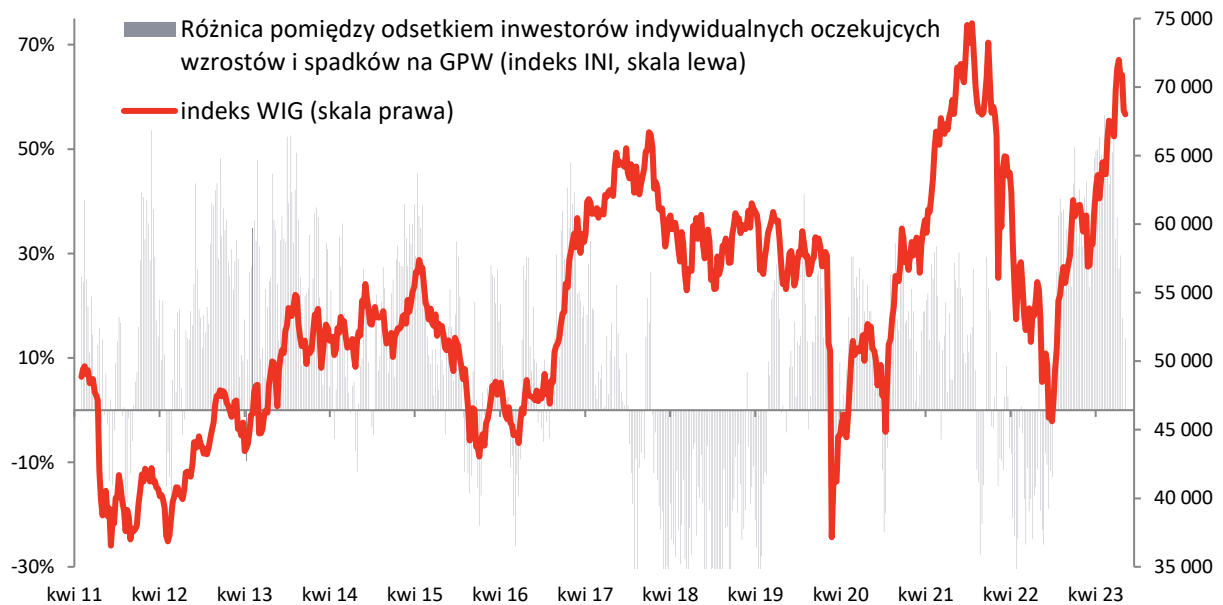
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 5: Wraz ze zbliżaniem się indeksów akcji na Wall Street, zagregowany wskaźnik sentymentu również znalazł się blisko szczytu.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 6: Trwające od 10 miesięcy wzrosty na GPW mocno poprawiły nastroje krajowych inwestorów. Sierpniowa korekta nieco osłabiła ten entuzjazm.



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

Dokładnie tak samo, jak 12 lat wcześniej przecena zaczęła od obniżenia ratingu wiarygodności kredytowej USA. Wtedy na krok ten (po raz pierwszy od 1941 roku) zdecydowała się agencja S&P. Teraz zrobił to Fitch, argumentując swą decyzję między innymi wysokim deficytem budżetowym i problemem ze sfinansowaniem przyszłych zobowiązań emerytalnych. Oczywiście zarówno w 2011 roku, jak i teraz pozbawienie USA jednej literki A w ocenie ratingowej nie miało takiej siły rażenia, żeby wywołać większe lub dłuższe spadki na światowych giełdach. Przed dekadą głównym powodem stającym za sierpniowym krachem (ponad 20% straty indeksu DAX) była realna groźba rozpadu strefy euro i konsekwencje potencjalnej niewypłacalności kilku krajów południowej Europy. Tym razem to Chiny przejęły rolę sprawcy całego zamieszania.

AUGUST 02, 2023

U.S. Debt Credit Rating Downgraded, Only Second Time In Nation's History

<https://budget.house.gov/resources/staff-working-papers/us-debt-credit-rating-downgraded-only-second-time-in-nations-history>

Deja Vu: After Fitch's Cut To US Credit Rating, A Look At The Market Fallout From S&P's 2011 Downgrade

<https://markets.businessinsider.com/news/etf/deja-vu-after-fitch-s-cut-to-us-credit-rating-a-look-at-the-market-fallout-from-s-p-s-2011-downgrade-1032508035>

Jeszcze na początku roku Państwo Środka postrzegane było jako główne wsparcie dla światowej gospodarki. Wiosną stało się największym rozczarowaniem, a dziś zaczęło odgrywać rolę głównego zagrożenia dla globalnego wzrostu. Co prawda pocovidowe otwarcie w Chinach rzeczywiście postępuje, co widać między innymi po znaczącym wzroście importu ropy naftowej i nasileniu ruchu lotniczego, jednak główne filary gospodarki, takie jak rynek nieruchomości, produkcja przemysłowa, wymiana handlowa, a nawet sprzedaż detaliczna, wyraźnie kuleją (wykresy 7-9).

China retail sales growth slows, falling below forecasts

<https://www.rfi.fr/en/business-and-tech/20230815-china-retail-sales-growth-slows-falling-below-forecasts>

China's economy suffers new blow as exports drop 14% in July

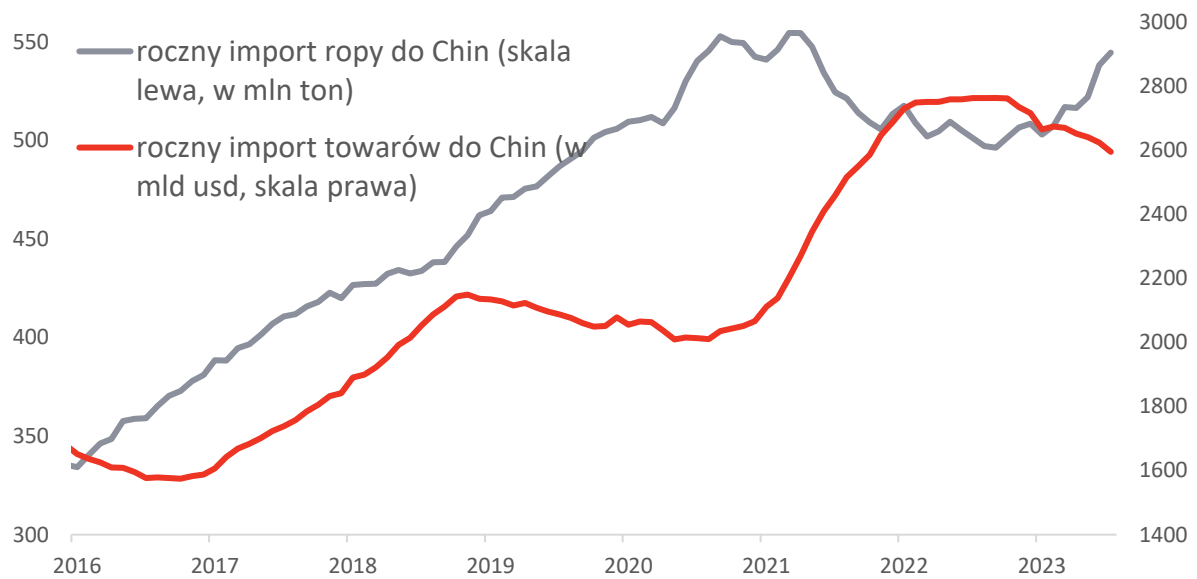
<https://edition.cnn.com/2023/08/08/economy/china-trade-exports-decline-july-intl-hnk/index.html>

World factory activity mired in slump as China, growth slowdown take toll

<https://www.reuters.com/markets/global-economy-asias-factory-activity-shrinks-chinas-slump-global-slowdown-weigh-2023-08-01/>

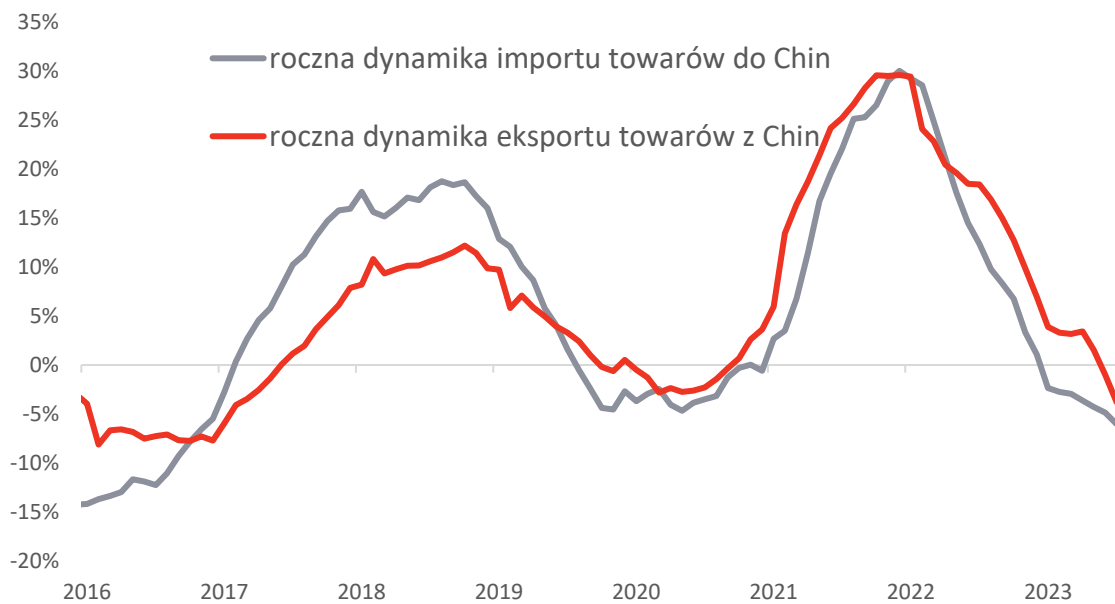


Wykres 7: Otwarcie chińskiej gospodarki po pandemicznym zamknięciu rzeczywiście postępuje patrząc na wzrost importu ropy, czy odbudowę ruchu lotniczego.



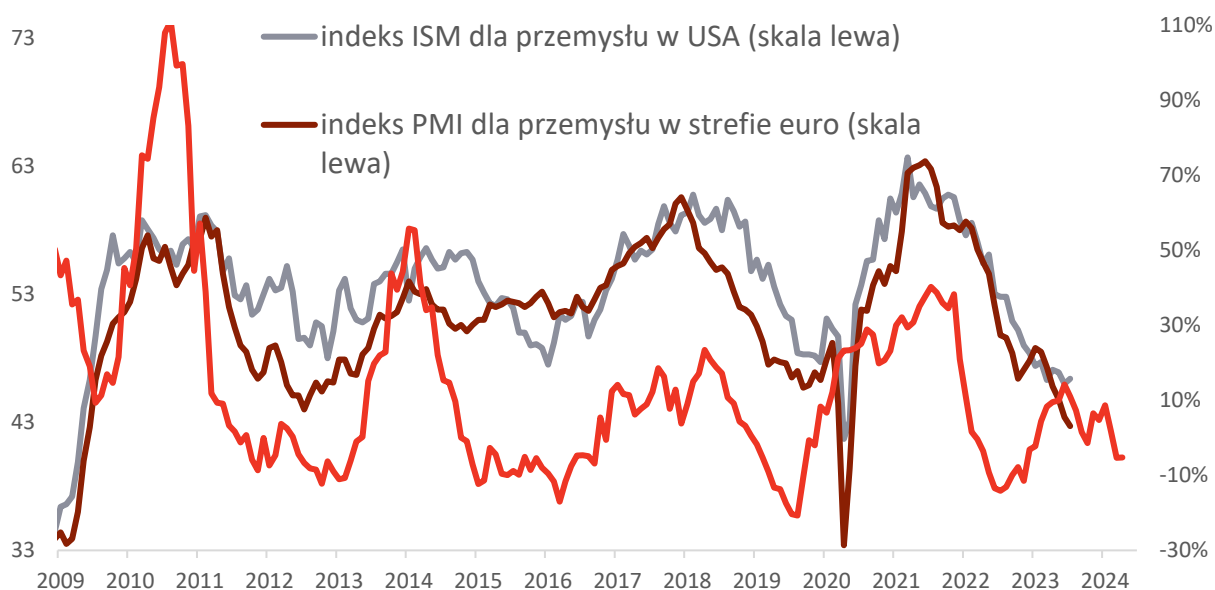
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 8: Brak odbicia w całkowitym imporcie i eksporcie towarów jest świadectwem słabości chińskiej gospodarki, nie związanej już z pandemią.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

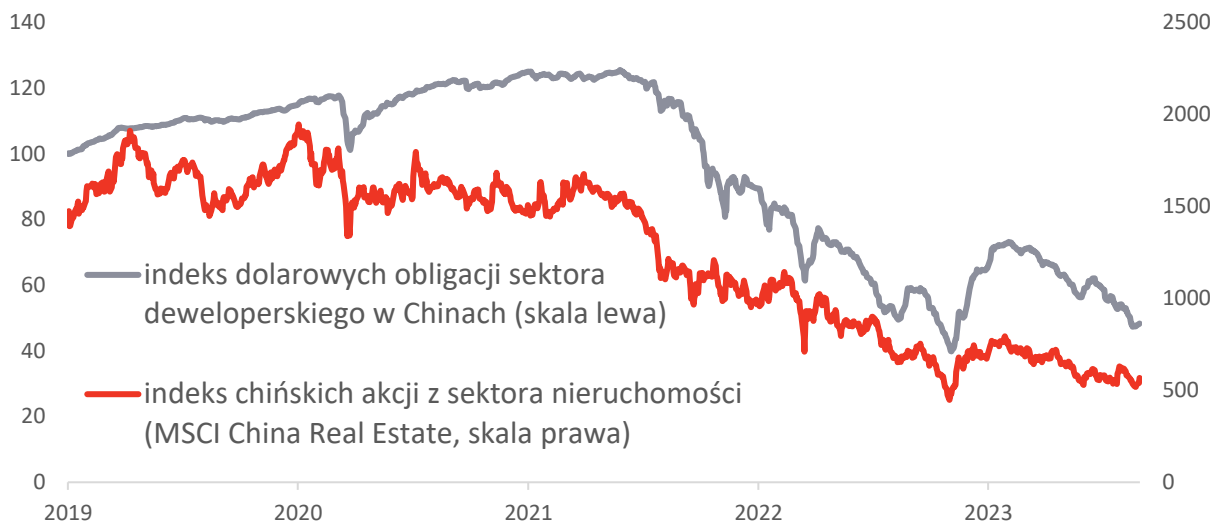
Wykres 9: Po otwarciu gospodarki skala wzrostu akcji kredytowej w Chinach jest zaskakująco mizerna.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

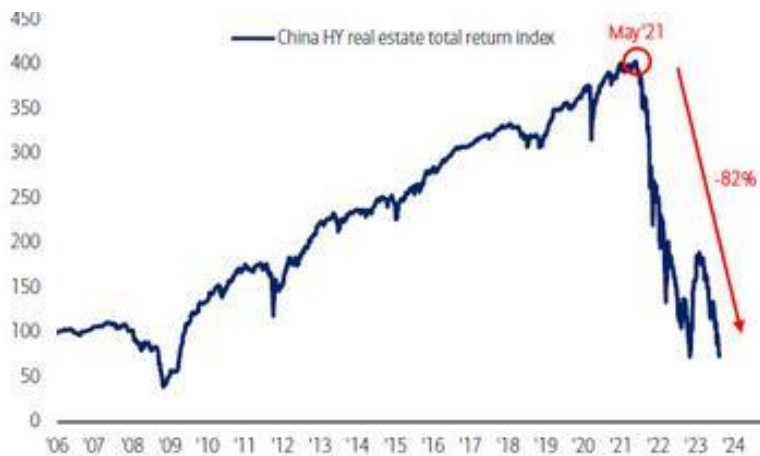
W przypadku rynku nieruchomości można nawet uznać, że Chiny przechodzą przez kryzys analogiczny do tego, którego USA i Europa doświadczały w latach 2006-2009. Pęknięcie bańki w Państwie Środka rozpoczęło się w połowie 2021 roku, co widać po notowaniach akcji giełdowych deweloperów oraz emitowanych przez nich obligacji (wykresy 10-11). Oczywiście jak to w Chinach dramat rozgrywa się za niemal zamkniętymi drzwiami. Oficjalnie dane wskazują, że ceny mieszkań w największych chińskich miastach spadły od szczytu o 3-6%. Bardziej wiarygodne szacunki mówią jednak o przecenie rzędu 15-20% (wykres 12). W ostatnim roku najwięksi gracze sprzedali o 30% mniej mieszkań, a inwestycje na całym rynku nieruchomości stopniały o niemal 10%. Upadek w 2021 roku czołowego dewelopera Evergrande stał się początkiem całej serii bankructw prywatnych firm budownictwa mieszkaniowego. Przez ostatnie dwa lata miały upaść spółki odpowiadające za 40% sprzedaży domów w Chinach. W połowie sierpnia inwestorzy obawiali się, że kolejny gigant, spółka Country Garden, ze zobowiązaniami sięgającymi 200 mld dolarów oraz ponad 3000 projektów w budowie również podzieli ten los. Powagę sytuacji obrazuje fakt, że niemal połowa notowanych na giełdzie deweloperów z udziałem państwa odnotowała w tym roku stratę, co do tej pory jeszcze się nie zdarzyło.

Wykres 10: Słabość chińskiego rynku nieruchomości z punktu widzenia inwestorów na rynku akcji i obligacji.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

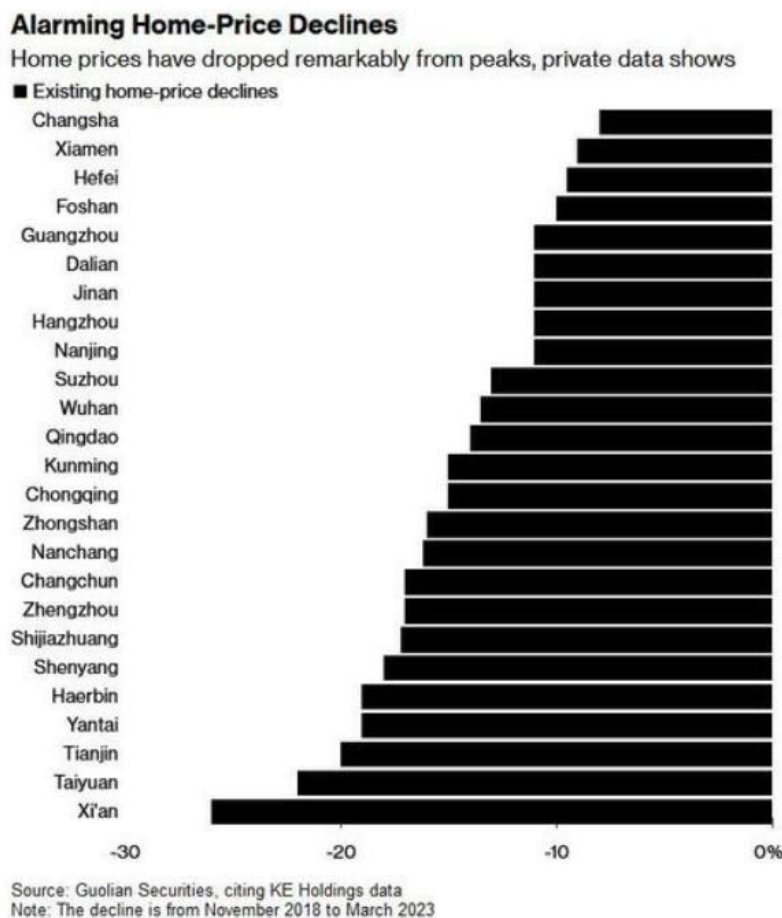
Wykres 11: Pęknięcie chińskiej bańki na nieruchomościach zaczęło się w połowie 2021 roku i trwa do dziś.



Source: BofA Global Investment Strategy, Bloomberg

źródło: BofA

Wykres 12: Spadek cen mieszkań w Chinach (od szczytu) jest raczej dwucyfrowy niż jednocyfrowy, jak podają oficjalne źródła.



źródło: <https://www.zerohedge.com/markets/chinas-housing-slump-far-worse-reported-half-state-owned-builders-warn-widespread-losses>

China's property sales are set to plunge 30% — worse than in 2008, S&P says

PUBLISHED WED, JUL 27 2022 3:13 AM EDT | UPDATED WED, JUL 27 2022 3:13 AM EDT

<https://www.cnbc.com/2022/07/27/chinas-property-sales-set-for-a-worse-plunge-than-in-2008-sp-says.html>

Another Chinese Developer Teeters, Raising Worries About the Economy

Country Garden, China's last real estate giant to avoid default, has spooked investors after missing key debt payments, rekindling memories of China Evergrande.

<https://www.nytimes.com/2023/08/09/business/country-garden-china-real-estate.html>

China's State Developers Warn of Losses as Crisis Spreads

- Almost half of listed SOE builders warned of first-half losses
- Reduces their ability to support China's housing market

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-08-17/china-s-state-developers-warn-of-major-losses-as-crisis-spreads?sref=KRR0LXCQ>

Major Chinese Real Estate Developer Craters To Record Low As Potential Default Reminds Investors Of China's 'Real' Recession Risk

<https://www.forbes.com/sites/dereksaul/2023/08/14/major-chinese-real-estate-developer-craters-to-record-low-as-potential-default-reminds-investors-of-chinas-real-recession-risk/?sh=4a60d65417ce>

O znaczącym wpływie przeżywającego „trudności” rynku nieruchomości na rozczarowujące chińskie otwarcie nie decyduje jedynie fakt, że sektor ten odpowiada za jedną trzecią PKB. Problem w tym, że chińscy konsumenci byli zaangażowani w finansowanie wielu projektów. Stało się tak za sprawą różnego rodzaju produktów finansowych, których wartość staje dziś pod znakiem. Rosnące ryzyko utraty części oszczędności w czasie, gdy główny składnik majątku - mieszkanie - traci istotnie na wartości raczej nie zachęca do zwiększenia konsumpcji i brania kredytów. Dlatego nie wróżę wielkich sukcesów dotychczasowej dość mało wyrazistej polityce wsparcia gospodarki, jaką prowadzi w tym roku rząd i bank centralny w Pekinie.

A major Chinese trust firm missed payments, adding to Beijing's financial concerns

<https://qz.com/zhongrong-missed-payments-amid-real-estate-sector-conce-1850743471>

Crisis in China's 'Shadow Banking' Sector Leads to Defaults

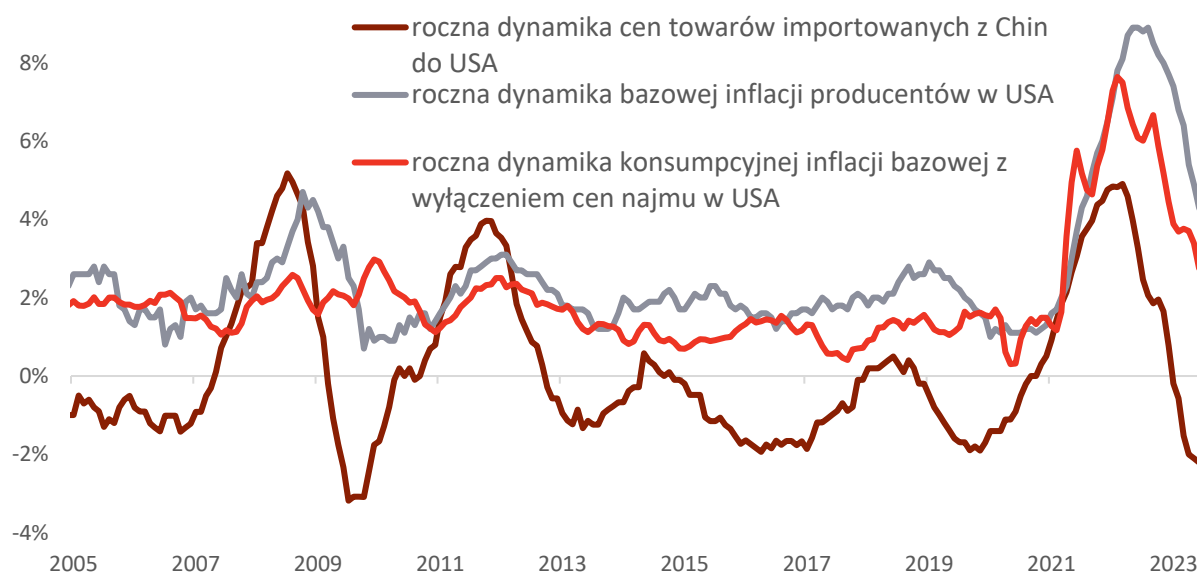
<https://www.voanews.com/a/crisis-in-china-s-shadow-banking-sector-leads-to-defaults-/7248094.html>

Czy w związku z tym dalsza zapaść chińskiego rynku nieruchomości, której skutki odczuwa już cała tamtejsza gospodarka, będzie miała tak dużą siłę rażenia, że przesądzi o zakończeniu tegorocznej hossy na Wall Street oraz o wpędzeniu USA w prawdziwą recesję? Wątpię, biorąc

pod uwagę jak ograniczony wpływ na rynki i amerykańską gospodarkę miały ostatnie dwa lata wypuszczenia powietrza z tej bańki (w Europie ten wpływ był i jest nieco bardziej widoczny). Jeżeli firmy w Stanach Zjednoczonych zdecydują się na cięcia kosztów pracy i ograniczenie inwestycji (rozpoczynając okres dekonunktury), to nie słabnący popyt ze strony chińskich konsumentów, czy bankructwa kolejnych deweloperów odegrają tu przewodnią rolę. Zmusi ich do tego raczej perspektywa spadku zysków w wyniku między innymi zmniejszenia marż. Ich regres będzie związany z jednej strony ze wzrostem kosztów pracy i kosztów odsetkowych, a z drugiej z ograniczeniem wzrostu przychodów wynikającym z zanikającej premii (iluzji) inflacyjnej.

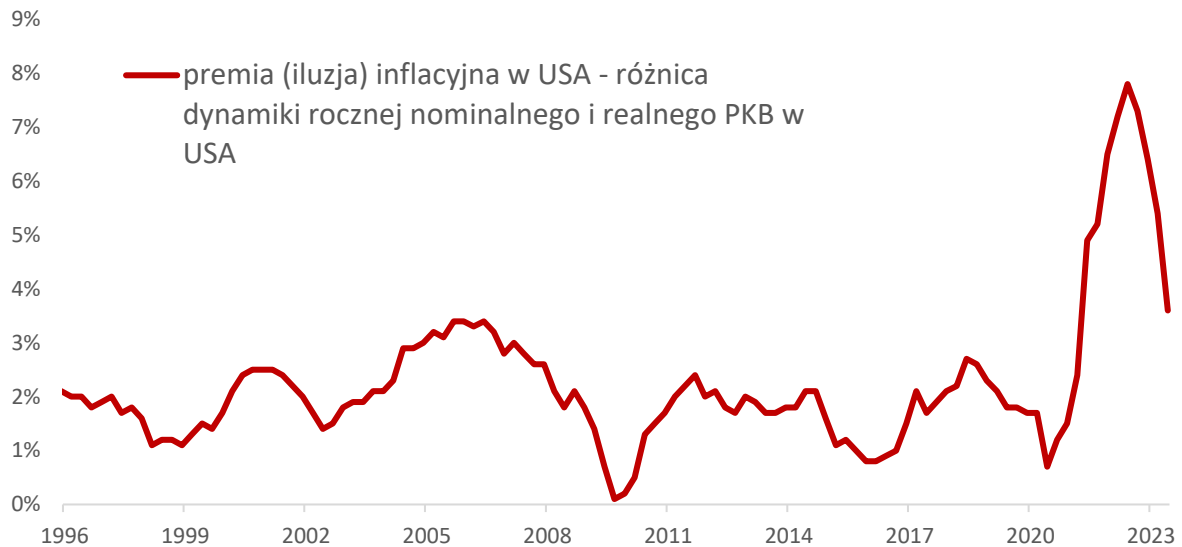
Na razie jest to jedynie teoretyczne zagrożenie. Chiny mogą natomiast w tym procesie odegrać pewną rolę np. w związku z dużym wpływem cen produktów importowanych z Państwa Środka na inflację w USA, a tym samym na nominalny wzrost przychodów amerykańskich spółek (wykresy 13-14).

Wykres 13: Szerząca się w Chinach deflacja może być zaraźliwa i wpłynąć za zanik premii inflacyjnej w USA.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 14: Spadająca dynamika inflacji oznacza zanik premii inflacyjnej i słabszy niż się oczekuje wzrost przychodów w amerykańskich firmach w 2024 roku.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Rynek amerykańskich obligacji mocno sceptycznie podszedł do roli, jaką miałyby odegrać chińskie problemy w wywołaniu recesji w USA. W przeciwieństwie do krachu z sierpnia 2011 roku, gdy popyt ze strony przestraszonych inwestorów spowodował w ciągu miesiąca spadek z 3% do 1,75% rentowności 10-letnich obligacji skarbowych, tym razem rentowność papierów dłużnych rządu USA wzrosła i w przypadku papierów długoterminowych przekroczyła szczyt z października ubiegłego roku. Koszt 30-letniego kredytu hipotecznego w USA zbliżył się niebezpiecznie do 8%, osiągając najwyższy poziom od 23 lat (wykres 15).

Treasury Yields Hit Highest Since 2007 on Elevated Rate Fears

- Rising real yields reflect firmer economy and higher deficits
- 10-year yield hits 4.35%, highest level since financial crisis

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-08-21/treasury-10-year-real-yield-tops-2-for-first-time-since-2009?sref=kRR0LXCQ>

US 30-year mortgage rate soars to highest since 2000

Reuters

August 23, 2023 3:22 PM GMT+2 · Updated 8 days ago

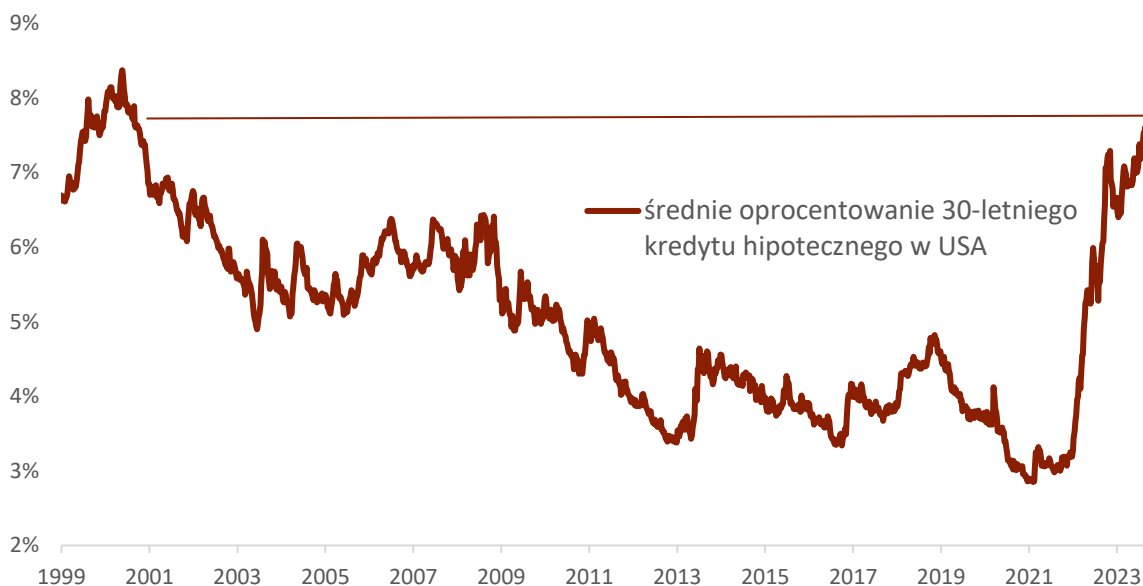


<https://www.reuters.com/markets/us/us-30-year-mortgage-rate-soars-highest-since-2000-2023-08-23/>

Mortgage rates surge again, inching closer to 8%

<https://www.axios.com/2023/08/22/mortgage-rates-current>

Wykres 15: Oprocentowanie kredytu hipotecznego w USA jest najwyższe od 23 lat.



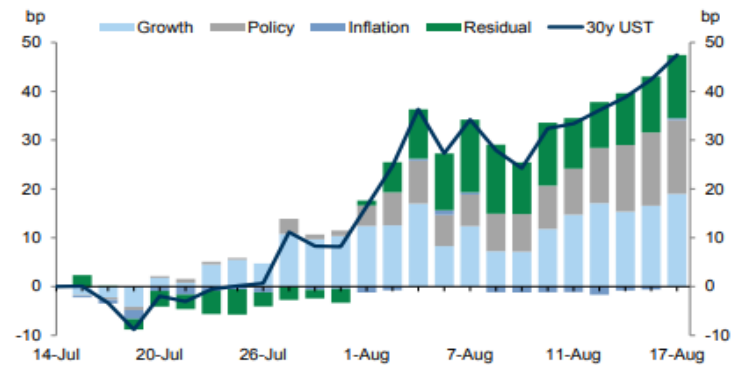
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Trudno to interpretować jako dyskontowanie zbliżającej się szybko recesji, której zawsze towarzyszą procesy deflacyjne i bezrobocie) W co w takim razie gra rynek obligacji w USA? Według szacunków banku Goldman Sachs, znaczącą część ostatniego wzrostu rentowności amerykańskich obligacji można przypisać lepszym danym napływającym z gospodarki (wzrost PKB w 2023 ma wynieść 2%, a nie 1,3%) oraz zmianie percepcji inwestorów co do dalszych kroków banku centralnego w USA (utrzymanie stóp wyżej przez dłuższy czas) (wykresy 16-20).

Wykres 16: Lepsze dane gospodarcze i utrzymanie stóp przez Fed na dłużej to główne czynniki stojące za wakacyjnym wzrostem rentowności obligacji w USA.

Exhibit 1: Improved growth outlook and policy expectations explain much of the repricing in long-end yields, but a significant residual remains

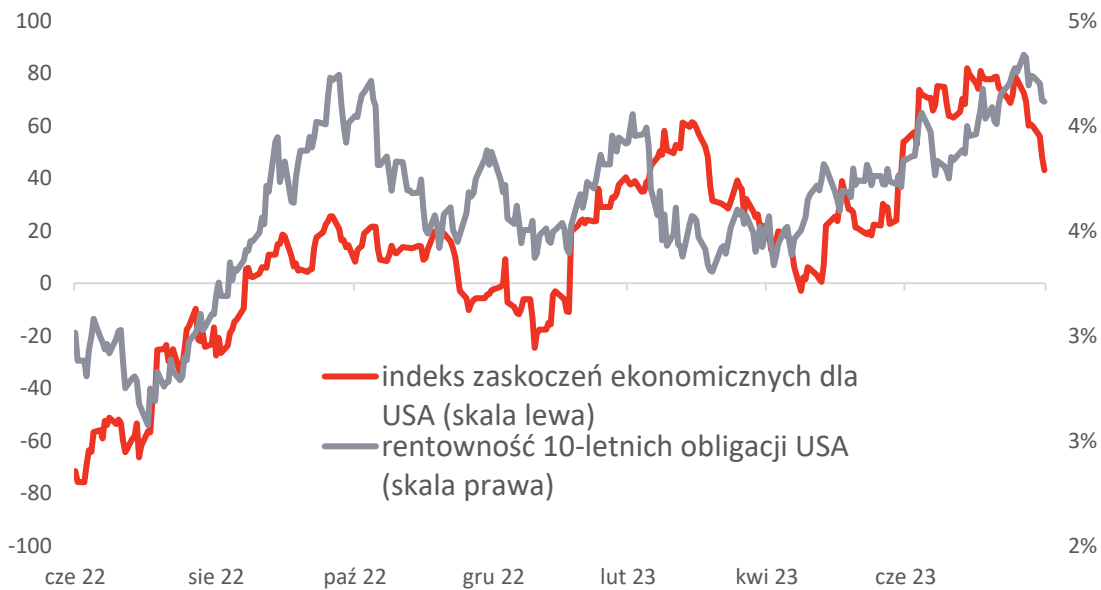
Contribution to 30y UST yield changes, by macro factor



Source: Goldman Sachs Global Investment Research

źródło: Goldman Sachs

Wykres 17: Niemal przez całe wakacje dane ekonomiczne z USA pozytywnie zaskakiwały inwestorów przekładając się na wzrost rentowności obligacji.



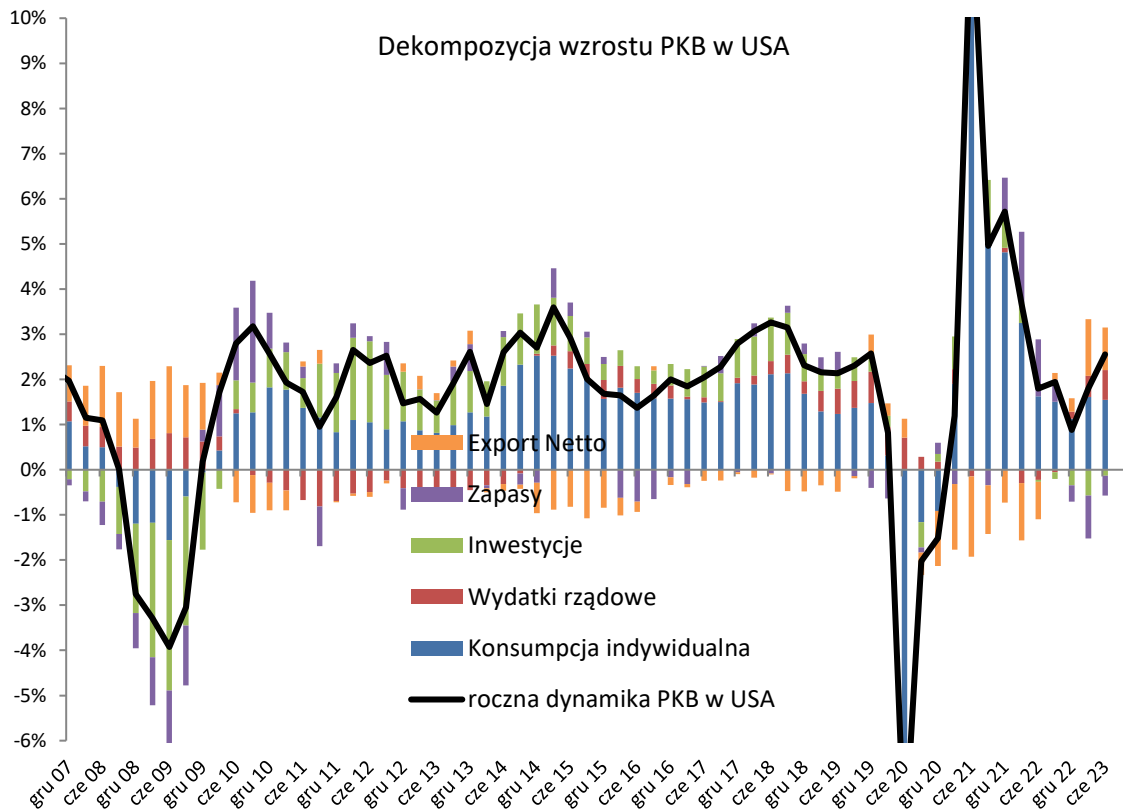
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 18: Jeszcze na początku roku szacowano prawie zerowy wzrost PKB w USA w 2023 roku. Dziś mówi się już o 2% wzroście. To wsparło wzrosty rentowności obligacji.



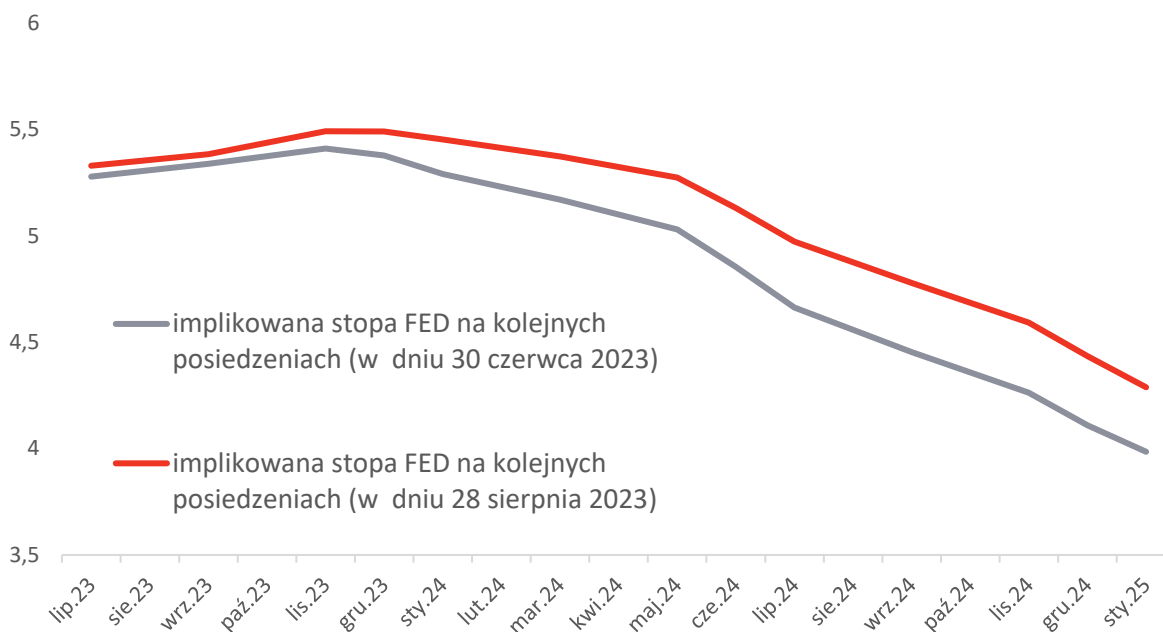
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 19: Zaskakująca poprawa dynamiki PKB w pierwszej połowie 2023 roku.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

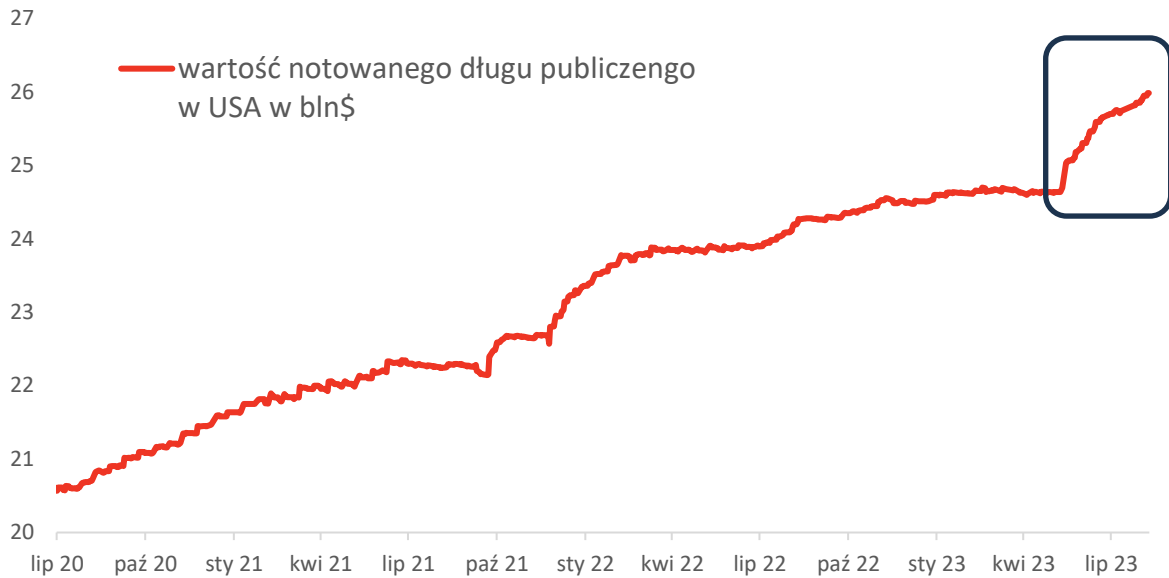
Wykres 20: W czasie wakacji inwestorzy uwierzyli, że stopy procentowe Fed wzrosną i pozostaną na tych poziomach dłużej niż wcześniej sądzono.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

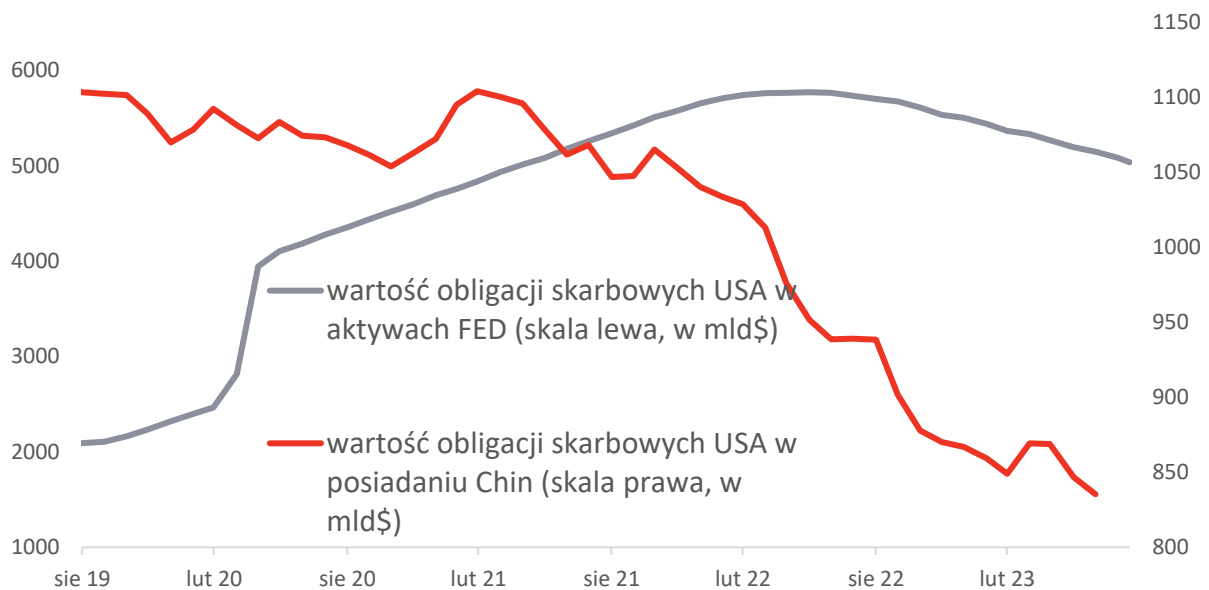
To jednak nie wszystko. Moim zdaniem spory udział w wakacyjnym spadku cen obligacji mogły mieć kwestie związane z podażą papierów dłużnych na amerykańskim rynku. W ciągu ostatnich 3 miesięcy wartość notowanego długu Stanów Zjednoczonych wzrosła o 1 bilion dolarów, czyli tyle ile przez wcześniejsze 12 miesięcy (wykres 21). Dodając do tego ciągłe zmniejszanie stanu posiadania obligacji w aktywach Fed (w tym roku to już 500 mld dolarów) oraz mniejszą, ale ciągłą podaż ze strony Chin, dostajemy receptę na słabość rynku obligacji w USA, pomimo spadającej inflacji (wykres 22). W rezultacie Amerykanie doświadczają właśnie trzeciego roku z rzędu ze spadkiem cen obligacji, czyli sytuacji, która nigdy dotąd się nie wydarzyła (wykres 23). Dodatkowo doszło już niemal do zrównania stopy zyskowności indeksu S&P500 z rentownością obligacji, co stało się kolejnym usprawiedliwieniem sierpniowej korekty na Wall Street (wykresy 24-25).

Wykres 21: W ciągu ostatnich trzech miesięcy dług w USA wzrósł o 1 bln\$ czyli tyle ile przez poprzednie 12 miesięcy, wpływając na słabość rynku obligacji.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne


Wykres 22: Ciągłe obniżanie poziomu zaangażowania w amerykańskich obligacjach przez FED oraz Chiny jednym z możliwych powodów tegorocznej słabości na rynku obligacji w USA.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 23: Czy stopa zwrotu z amerykańskich obligacji skarbowych trzeci rok z rzędu będzie ujemna?

US 10-Year Treasury Bond: Total Returns (1928 - 2023)									
Year	Return	Year	Return	Year	Return	Year	Return	Year	Return
1928	0.8%	1948	2.0%	1968	3.3%	1988	8.2%	2008	20.1%
1929	4.2%	1949	4.7%	1969	-5.0%	1989	17.7%	2009	-11.1%
1930	4.5%	1950	0.4%	1970	16.8%	1990	6.2%	2010	8.5%
1931	-2.6%	1951	-0.3%	1971	9.8%	1991	15.0%	2011	16.0%
1932	8.8%	1952	2.3%	1972	2.8%	1992	9.4%	2012	3.0%
1933	1.9%	1953	4.1%	1973	3.7%	1993	14.2%	2013	-9.1%
1934	8.0%	1954	3.3%	1974	2.0%	1994	-8.0%	2014	10.7%
1935	4.5%	1955	-1.3%	1975	3.6%	1995	23.5%	2015	1.3%
1936	5.0%	1956	-2.3%	1976	16.0%	1996	1.4%	2016	0.7%
1937	1.4%	1957	6.8%	1977	1.3%	1997	9.9%	2017	2.8%
1938	4.2%	1958	-2.1%	1978	-0.8%	1998	14.9%	2018	0.0%
1939	4.4%	1959	-2.6%	1979	0.7%	1999	-8.3%	2019	9.6%
1940	5.4%	1960	11.6%	1980	-3.0%	2000	16.7%	2020	11.3%
1941	-2.0%	1961	2.1%	1981	8.2%	2001	5.6%	2021	-4.4%
1942	2.3%	1962	5.7%	1982	32.8%	2002	15.1%	2022	-17.8%
1943	2.5%	1963	1.7%	1983	3.2%	2003	0.4%	2023	-0.8%
1944	2.6%	1964	3.7%	1984	13.7%	2004	4.5%		
1945	3.8%	1965	0.7%	1985	25.7%	2005	2.9%		
1946	3.1%	1966	2.9%	1986	24.3%	2006	2.0%		
1947	0.9%	1967	-1.6%	1987	-5.0%	2007	10.2%		


@CharlieBilello
As of 8/25/23

źródło: <https://twitter.com/charliebilello>

The Case Of The Disappearing Equity Risk Premium

<https://www.forbes.com/sites/forbesfinancecouncil/2023/07/28/the-case-of-the-disappearing-equity-risk-premium/?sh=52978d7a6658>

Wykres 24: Relatywna atrakcyjność akcji względem obligacji w USA zdecydowanie spadła.

Chart 3: Equities are looking more and more expensive...
Equity risk premium (S&P 500 earnings yield – UST 10Y yield)



Source: BofA Global Investment Strategy, Bloomberg

BofA GLOBAL RESEARCH

źródło: BofA

Wykres 25: Relatywna atrakcyjność akcji względem obligacji w USA zdecydowanie spadła. Jednak w latach 90-tych nawet niższe poziomy premii za ryzyko nie były przeszkodą dla hossy na Wall Street.



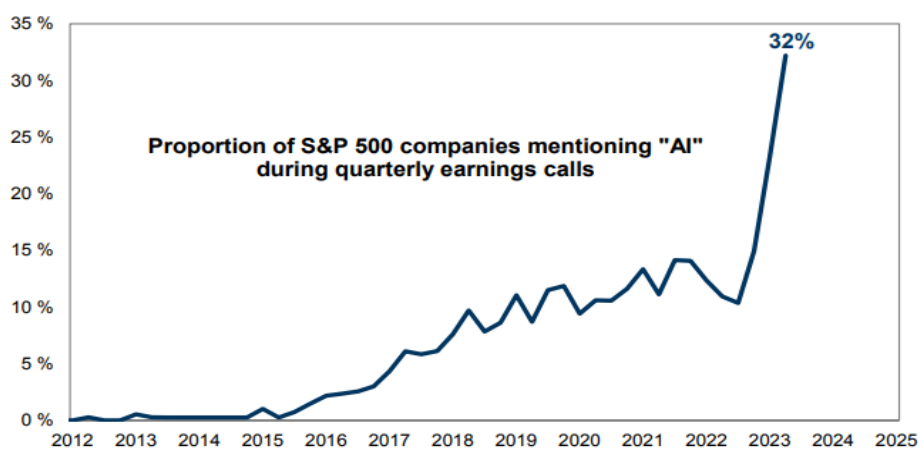
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Jak pokazuje hossa lat dziewięćdziesiątych XX wieku, niski poziom przypisywanej przez inwestorów akcjom premii za ryzyko nie musi wcale oznaczać nieuchronnego załamania na tym rynku. Przy tak znaczącej poprawie atrakcyjności obligacji rynek akcji musi jednak znaleźć sobie naprawdę dobry powód do kontynuowania trendu wzrostowego. Rewolucja związana ze sztuczną inteligencją byłaby chyba najlepszym tego typu uzasadnieniem od czasów hossy internetowej (wykres 26). Kolejne rewelacyjne wyniki Nvidii pokazują, że nie jest to wcale nierealny scenariusz (wykresy 27-28). Z drugiej jednak strony stonowana reakcja inwestorów po ich publikacji wskazuje na pewne „zmęczenie materiału” tematem AI.



Wykres 26: Rewolucja sztucznej inteligencji jest głównym tematem konferencji powynikowych na Wall Street.

Exhibit 2: Mentions of "AI" on earnings calls have risen sharply this quarter as of 2Q 2023



Source: Goldman Sachs Global Investment Research

źródło: Goldman Sachs

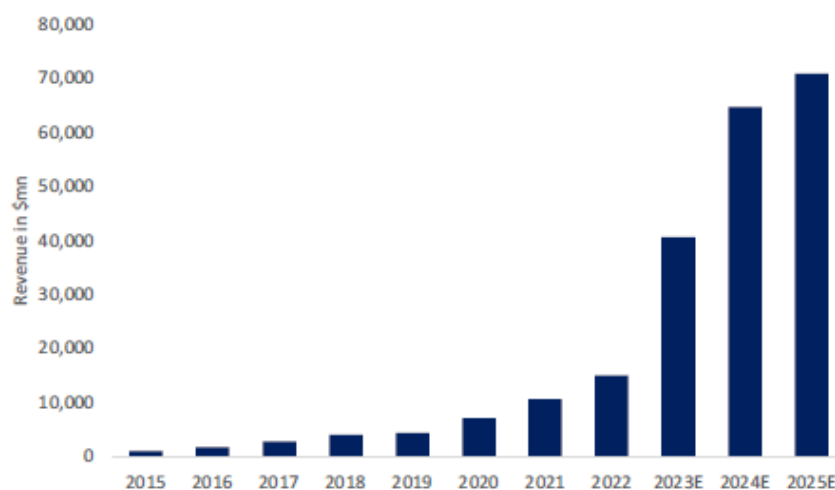
Wykres 27: Nvidia po raz kolejny udowodniła, że rewolucja AI nie jest jedynie modnym tematem inwestycyjnym, ale pokazała, że wiążą się z nim realne pieniądze (choć na razie tylko dla jednej spółki).



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 28: Wzrost przychodów Nvidia związany z rewolucją AI to nie ma być kwestia tylko tego roku.

Exhibit 2: We model a Data Center revenue CAGR of ~53% through CY2025 driven by the adoption of Generative AI

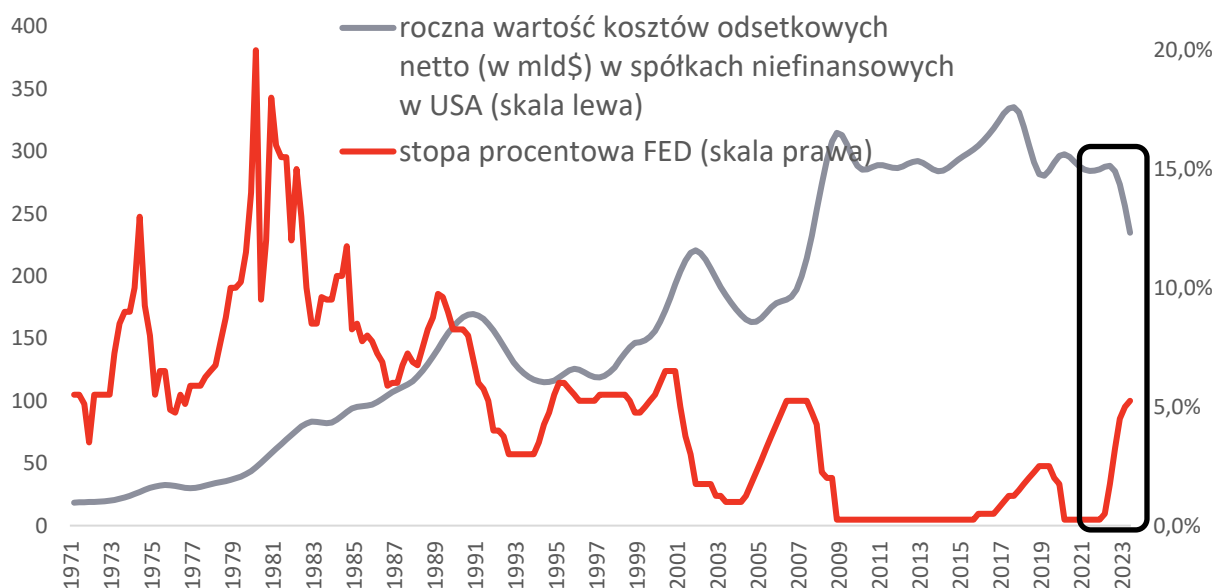


Source: Company data, Goldman Sachs Global Investment Research

źródło: Goldman Sachs

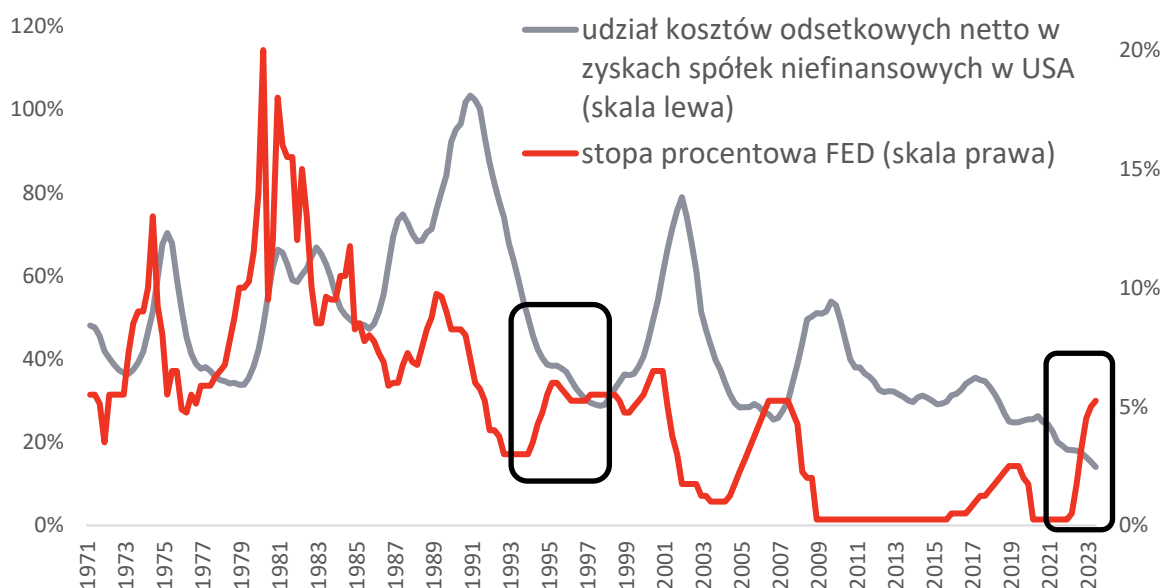
To nie może być rewolucja (i hossa) bazująca się na jednej albo co najwyżej kilku spółkach. Poza tym wspartej internetową modą hossie drugiej połowy lat 90-tych dane było rozwijać się bez przeszkód ze strony gospodarki. Pomimo szybkiego i znaczącego podwyższenia stóp przez Fed, w 1994 roku uniknięto recesji. Jednym z powodów takiego stanu rzeczy była finansowa odporność firm w USA na wzrost kosztu pieniądza. To samo dzieje się dziś. Co zadziwiające, koszty odsetkowe netto (koszty minus przychody odsetkowe) wręcz spadły w pierwszym roku zacieśniania polityki monetarnej przez bank centralny USA (wykresy 29-30).

Wykres 29: Pomimo wzrostu stóp procentowych, koszty odsetkowe netto w firmach w USA spadają (i to nominalnie) w ostatnich kilku kwartałach.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 30: Wiele firm więcej zarabia dzięki podwyżkom stóp procentowych, niż traci na kosztach odsetkowych. Taki stan rzeczy może trochę potrwać.

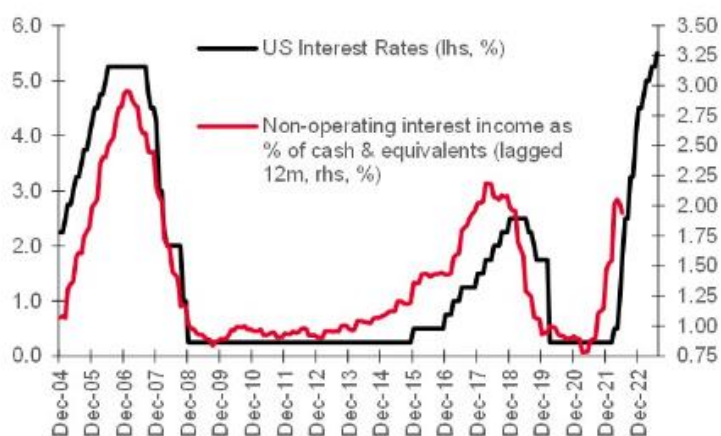


źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Amerykańskie firmy zarabiają krocie na krótkoterminowych aktywach, a duża część kosztów odsetkowych wciąż jest ponoszona według stóp sprzed kilku lat (szczególnie wśród dużych firm) (wykresy 31-35). Zmiana tego stanu rzeczy wymaga czasu, ale jest nieuchronna, na co wskazuje przykład sprzed ponad dwóch dekad (spadek marż i wzrost kosztów netto zaczął się w 1998 roku) (wykres 36).

Wykres 31: Dzięki wyższym stopom procentowych dochody z krótkoterminowych aktywów są coraz wyższe.

Higher rates will see US corporate generating more non-operating interest from their cash pile (S&P 1500 ex-financials)

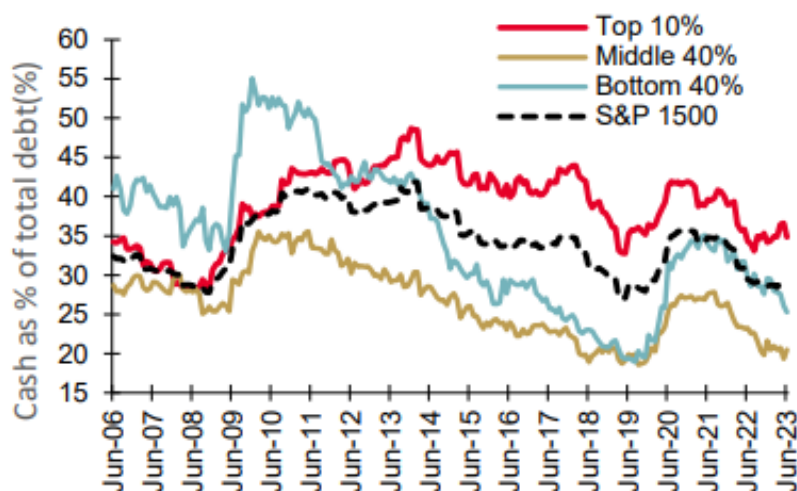


Source: SG Cross Asset Research/Equity Quant, FactSet

źródło: Societe Generale

Wykres 32: Gotówka przynosi dziś sowite dochody, a relatywnie najwięcej gotówki mają największe firmy na Wall Street.

Cash piles remain healthy among large caps but are nearing historical lows in mid caps and small caps

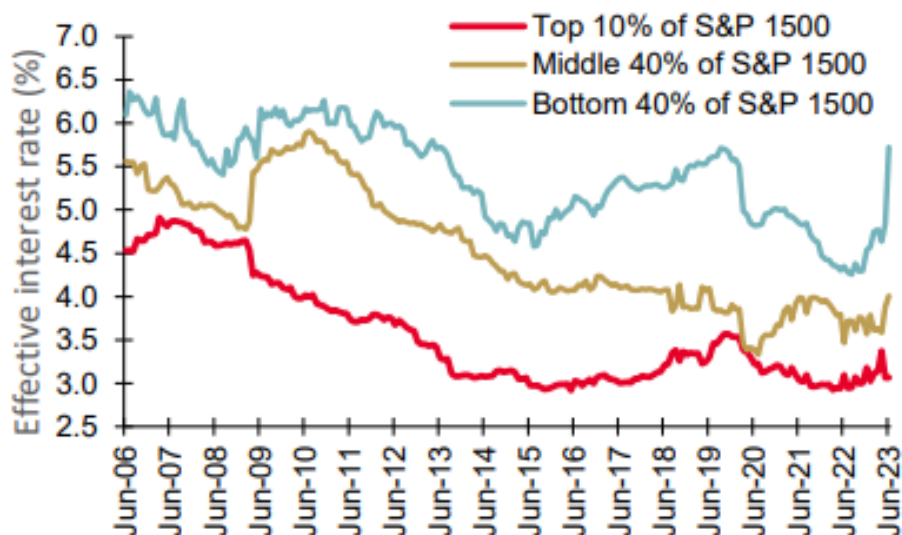


Source: SG Cross Asset Research/Quant Research, FactSet

źródło: Societe Generale

Wykres 33: Efektywny koszt pieniądza dla największych firm w USA praktycznie nie wzrósł, ale dla mniejszych spółek wzrost kosztów finansowych jest już odczuwalny.

The largest 10% of US companies have barely seen their interest rate rise, in stark contrast to the smallest 50%



źródło: Societe Generale

Wykres 34: Pomimo silnego wzrostu stóp procentowych koszty finansowania działalności firm z indeksu S&P500 prawie nie wzrosły.

S&P 500 firms' debt service burden is extremely light today

S&P 500 borrowing cost (interest expense/debt, lhs), 10y Treasury yield (rhs)



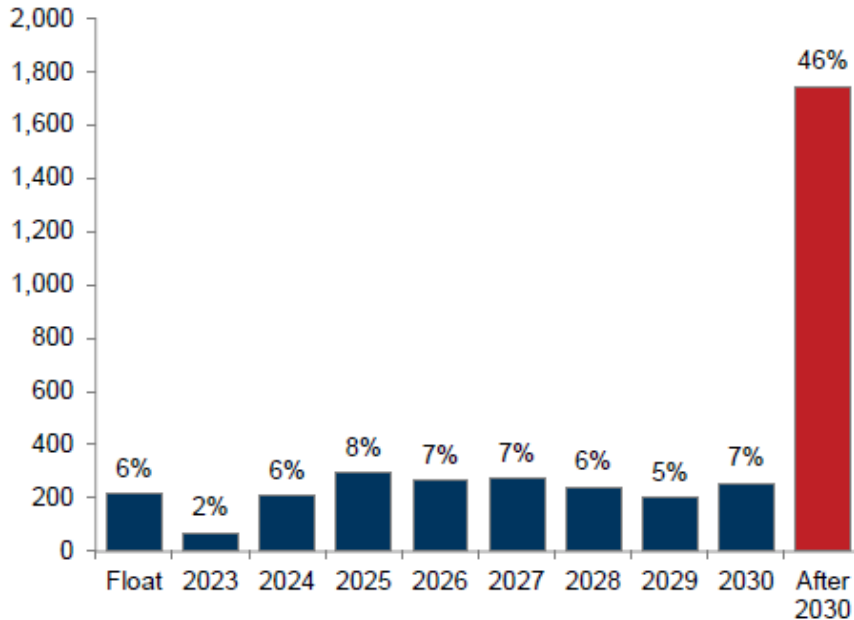
Source: Compustat, Goldman Sachs GIR.

źródło: Goldman Sachs

Wykres 35: W przypadku dużych spółek z indeksu S&P500 prawie połowa długu będzie spłacana dopiero po 2030 roku.

Nearly half of S&P 500 debt is set to mature after 2030

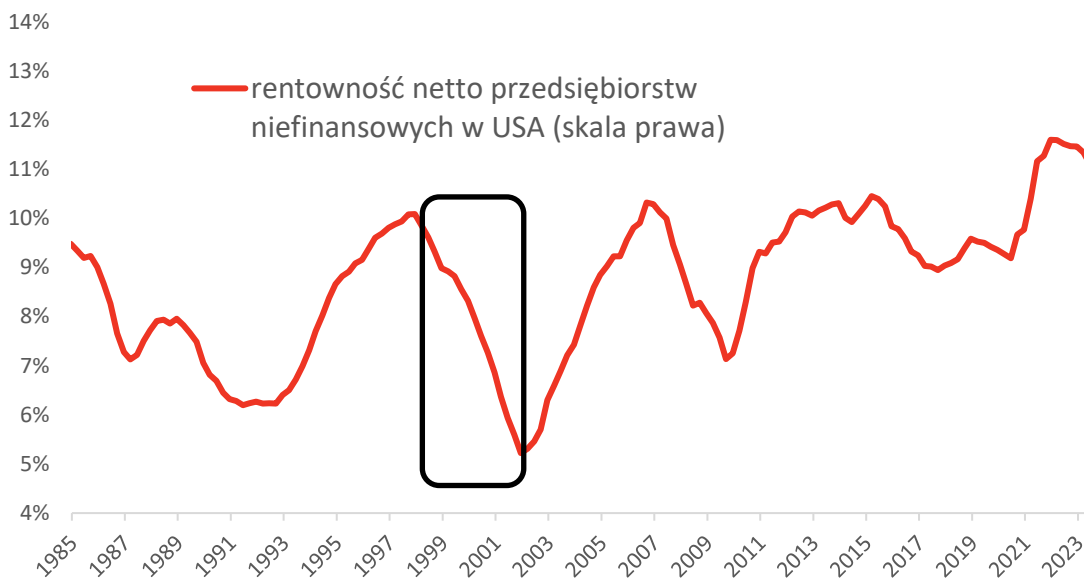
S&P 500 ex. financials debt outstanding by maturity, \$bn



Source: Bloomberg, Goldman Sachs GIR.

źródło: Goldman Sachs

Wykres 36: Przykład z końca lat 90-tych pokazuje, że wzrost kosztu pieniądza w pewnym momencie daje jednak o sobie znać pomniejszając marże przedsiębiorstw.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wychodzi więc na to, że wysiłki Jerome’a Powella generalnie wsparły wyniki przedsiębiorstw i tym samym ugruntowały siłę rynku pracy, niejako wbrew intencjom wygłoszonym przez niego podczas ubiegłorocznego spotkania w Jackson Hole. Okazuje się natomiast, że główną

ofiarą podwyżek stóp przez Fed stał się amerykański rząd. Znaczący wzrost kosztów obsługi zadłużenia rozpycha bowiem deficyt budżetu federalnego (wykresy 37-38).

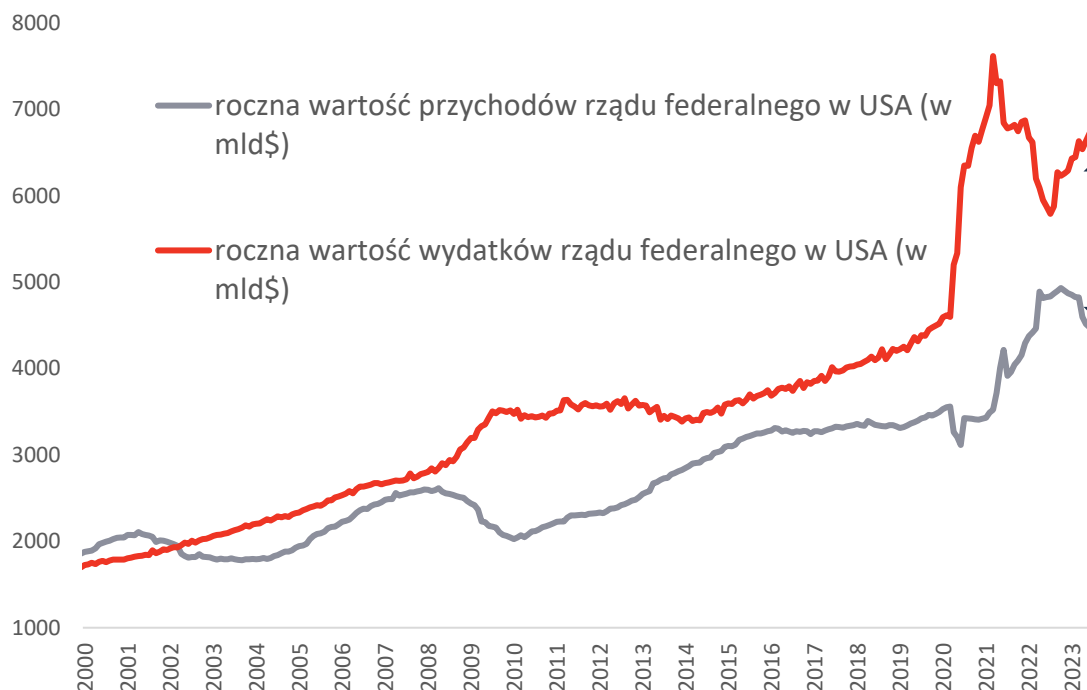
Fed Meeting Minutes

Meme



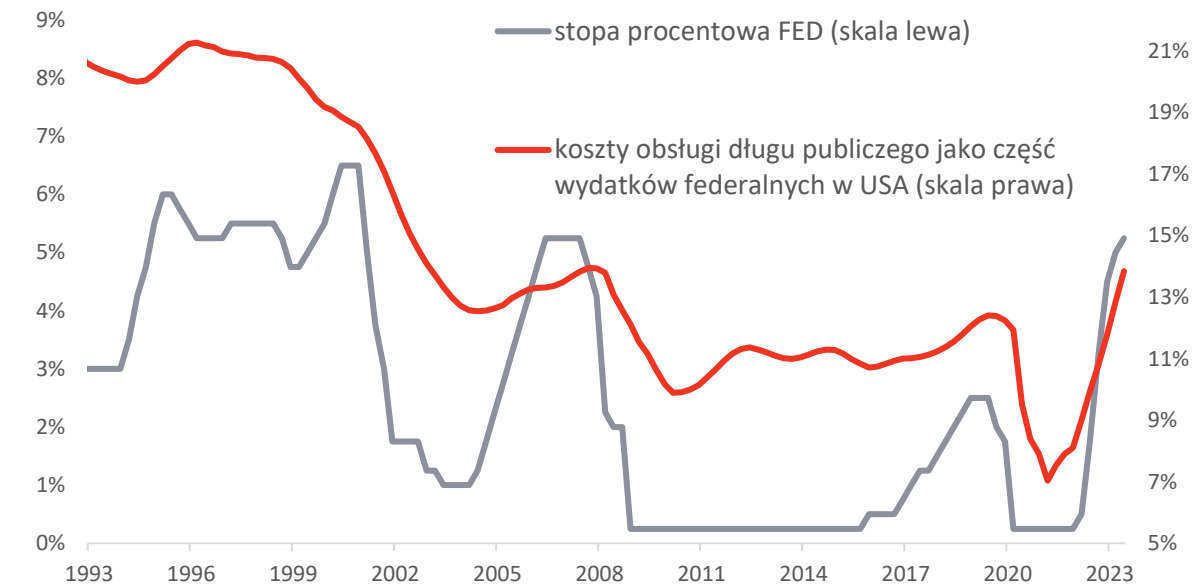
<https://www.reddit.com/r/wallstreetbets/>

Wykres 37: W ciągu ostatnich 12 miesięcy obserwujemy znaczący wzrost deficytu budżetu federalnego w USA. Kluczową przyczyną jest wzrost kosztów obsługi zadłużenia.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 38: Jak na razie rząd USA i rynek obligacji są głównymi ofiarami podwyżek stóp przez Fed.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Tak czy inaczej, zarówno chińskie kłopoty w obecnej odsłonie, jak i pryncypialna walka Fed z inflacją to trochę za mało, żeby już dziś doprowadzić do trwałej zmiany trendu. Nowe szczyty S&P500 ciągle są możliwe, choć może nie być nam dane długo się nimi cieszyć.

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.).

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