



Komentarz miesięczny

Zarządzającego Funduszami Investors TFI

Jarosław Niedzielewski

Dyrektor Departamentu Inwestycji

Październik 2023



Podsumowanie

- ✦ Choć Fed nie zaskoczył rynków decyzją o pozostawieniu bez zmian stóp procentowych, to jednak całościowe przestanie, z jakim amerykański bank centralny wyszedł do inwestorów okazało się bardziej jastrzębie niż oczekiwania. To, czy w tym roku będzie jeszcze jedna podwyżka stóp, nie ma przy tym tak istotnego znaczenia, jak fakt, że proces ich obniżania rozpocznie się później i będzie wolniejszy. Wygląda więc na to, że Fed jest przekonany, że udało mu się zahamować wzrost cen bez wprowadzenia amerykańskiej gospodarki w stan recesji. Ta wiara okazała się zaraźliwa, a perspektywa miękkiego lądowania w gospodarce stała się w ostatnich tygodniach powszechnie obowiązującym scenariuszem.
- ✦ Trzeba jednak pamiętać, że tak zwany *soft landing* to niezmiernie rzadkie zjawisko, którego Amerykanie doświadczali w pełnowymiarowej postaci w latach 1995-1996. W drugiej połowie lat 90-tych ubiegłego stulecia, po tym jak Fed podwyższył stopy procentowe z 3% do 6% w ciągu kilkunastu miesięcy zarówno stopy banku centralnego, jak i rentowności obligacji pozostawały wysokie przez kolejne kilka lat. Nie przeszkodziło to jednak hossie na rynkach akcji i generalnie rozwojowi gospodarki w końcówce ostatniej dekady XX wieku.
- ✦ Moim zdaniem stało się to za sprawą podobnego zbiegu okoliczności, z którymi mamy do czynienia w tym roku. Po pierwsze, większość firm nie doświadczyła negatywnych skutków wzrostu kosztu pieniądza. Firmy nie zostały zmuszone do podejmowania decyzji o cięciu kosztów. Tym samym stopa bezrobocia w 1995 roku praktycznie nie wzrosła, umożliwiając utrzymanie konsumpcji, co było drugim niezbędnym składnikiem miękkiego lądowania w latach 1995-96. Trzecim filarem tego gospodarczego cudu była wzbierająca fala inwestycji w przedsiębiorstwach dążących do zwiększenia zdolności produkcyjnych, wydajności i uczestnictwa w nowej internetowej rewolucji.
- ✦ Czy dziś możliwa jest powtórka z takiego okresu prosperity poprzedzonego gwałtownym zacieśnieniem polityki monetarnej? Teoretycznie tak. W praktyce jednak realizacja takiego scenariusza może się okazać niemożliwa. Po pierwsze, duża siła rynku pracy, przechodzi powoli do historii. Po drugie, zacieśnienie polityki kredytowej przez banki trwa w najlepsze, w rezultacie czego akcja kredytowa dla firm mocno spowalnia. Po trzecie, wyraźnie rośnie liczba bankructw oraz niewypłacalności obligacji korporacyjnych. Po czwarte, wzrosła skala problemów ze spłatą kart kredytowych i pożyczek samochodowych w USA.
- ✦ Im dłużej trwa przemysłowa zapaść związana z rozliczeniami po pandemii, tym bardziej rośnie ryzyko, że to co dziś uznajemy za miękkie lądowanie okaże się jedynie preludium do twardej konfrontacji z rzeczywistością. W takim wypadku jednak to długoterminowe obligacje powinny wysłać sygnał ostrzegawczy, dokonując zmiany trwającego od prawie trzech lat trendu i doświadczyć spadku rentowności. Póki co tego sygnału nie wysłały.

Komentarz miesięczny: Październik 2023

Jerome Powell uznał niedawno scenariusz miękkiego lądowania amerykańskiej gospodarki nie za pewną, ale prawdopodobną i preferowaną przez Fed opcję. Zarówno inni członkowie amerykańskiego Komitetu Operacji Otwartego Rynku (FOMC), jak i uczestnicy rynku nie mają już jednak wątpliwości – recesji nie będzie. Będzie (lub już jest) jedynie *soft landnig*, a podwyższone stopy procentowe pozostaną na dłużej. Rynki akcji wciąż nie chcą przyjąć tego scenariusza za dobrą monetę, kontynuując sierpniową przecenę. Choć analogiczna sytuacja z drugiej połowy lat 90-tych XX wieku, gdy gwałtowny wzrost kosztu pieniądza też skończył się zaledwie miękkim lądowaniem, wskazuje na akcje jako jej głównego beneficjenta. Problem w tym, że to miękkie lądowanie łatwo może przekształcić się w twarde przyziemienie.

Choć Fed nie zaskoczył rynków decyzją o pozostawieniu bez zmian stóp procentowych, to jednak całościowe przesłanie, z jakim amerykański bank centralny wyszedł do inwestorów okazało się bardziej jastrzębie niż oczekiwania. To, czy w tym roku będzie jeszcze jedna podwyżka stóp, nie ma przy tym tak istotnego znaczenia, jak fakt, że proces ich obniżania rozpocznie się później i będzie wolniejszy. Członkowie Komitetu Operacji Otwartego Rynku w USA zasugerowali w swoich projekcjach, że stopy procentowe w przyszłym roku utrzymają się powyżej 5%, wzrost gospodarczy będzie wyższy niż wcześniej szacowali, a stopa bezrobocia niższa niż się obawiano i to bez pogorszenia po stronie dynamiki inflacji (wykres 1).



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

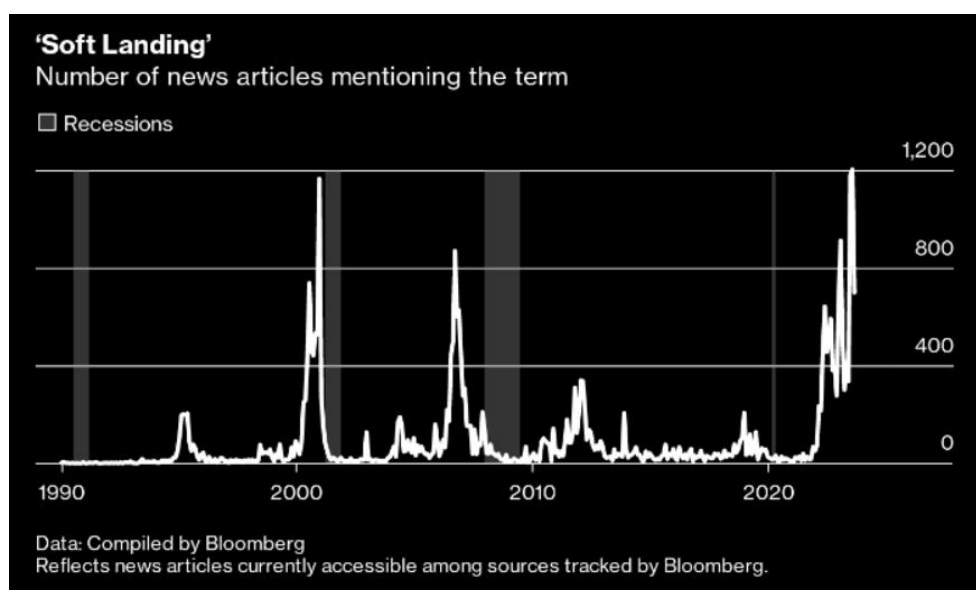
Wykres 1: W projekcjach gospodarczych członków FOMC można odnaleźć „dowody” na oczekiwanie miękkiego lądowania oraz utrzymania wyższych stóp procentowych na dłużej.

| Variable | Median ¹ | | | |
|---|---------------------|------|------|------|
| | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
| Change in real GDP | 2.1 | 1.5 | 1.8 | 1.8 |
| June projection | 1.0 | 1.1 | 1.8 | |
| Unemployment rate | 3.8 | 4.1 | 4.1 | 4.0 |
| June projection | 4.1 | 4.5 | 4.5 | |
| PCE inflation | 3.3 | 2.5 | 2.2 | 2.0 |
| June projection | 3.2 | 2.5 | 2.1 | |
| Core PCE inflation ⁴ | 3.7 | 2.6 | 2.3 | 2.0 |
| June projection | 3.9 | 2.6 | 2.2 | |
| Memo: Projected appropriate policy path | | | | |
| Federal funds rate | 5.6 | 5.1 | 3.9 | 2.9 |
| June projection | 5.6 | 4.6 | 3.4 | |

źródło: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcproptabl20230920.pdf>

Wygląda więc na to, że Fed jest przekonany, iż udało mu się zahamować wzrost cen bez wprowadzenia amerykańskiej gospodarki w stan recesji. Ta wiara okazała się zaraźliwa, a perspektywa miękkiego lądowania w gospodarce stała się w ostatnich tygodniach powszechnie obowiązującym scenariuszem (wykresy 2-4). Najlepiej widać to na rynku długu, gdzie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych USA czy Niemiec osiągnęły kilkunastoletnie maksima (wykres 5).

Wykres 2: Scenariusz miękkiego lądowania w gospodarce zyskuje zwolenników.



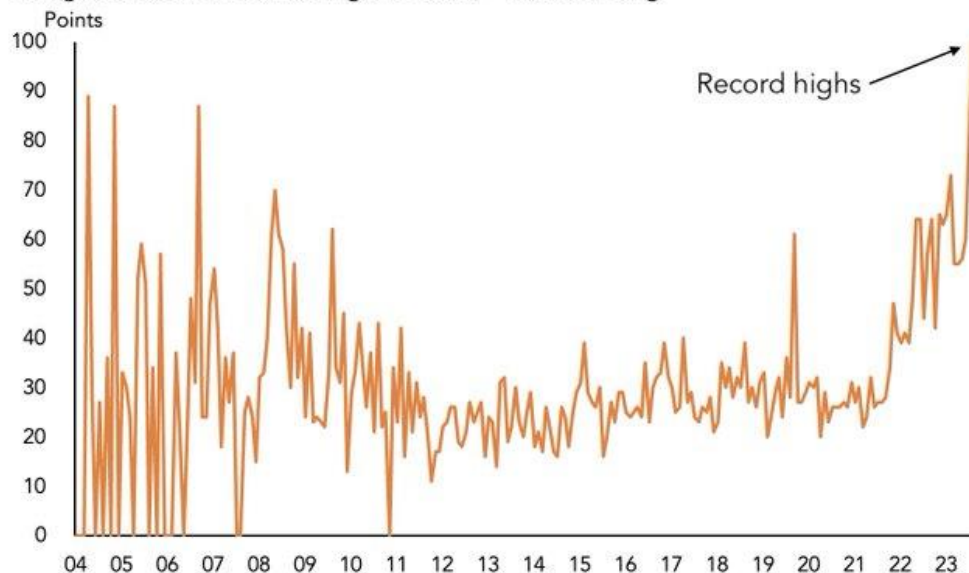
źródło: Bloomberg,

Wykres 3: Soft landing jest na ustach... i w wyszukiwarkach niemal wszystkich.

"Soft Landing" Google Search at Record Highs



Google Searches Containing the Term "Soft Landing"



Dates: 2004 Through Aug 2023.
Source: Google Trends, Game of Trades.

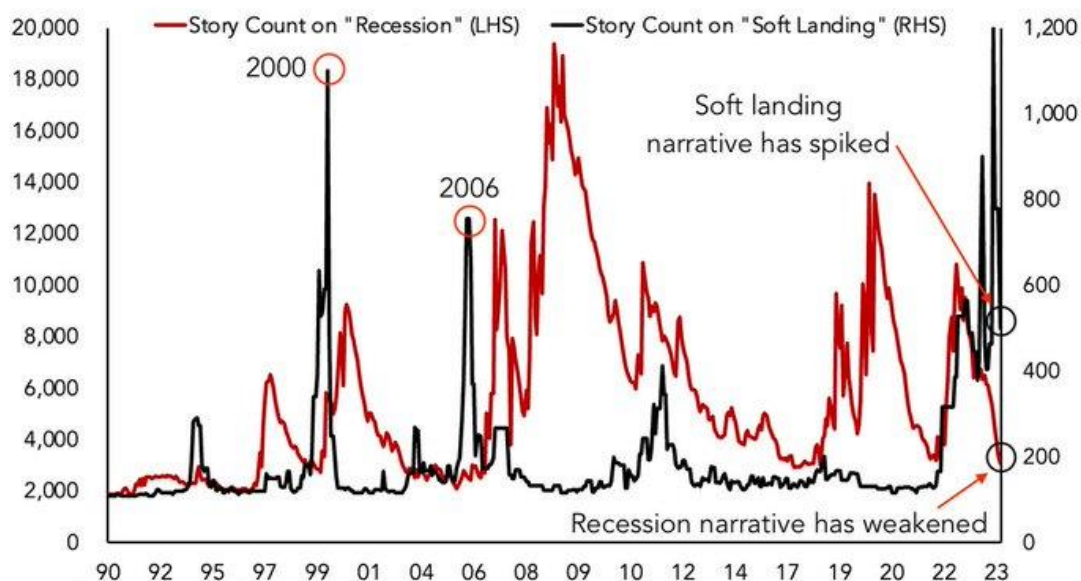
źródło: <https://twitter.com/GameofTrades>

Wykres 4: Miękkie lądowanie zdezonizowało ostatnio recesyjne obawy.

Most Soft Landing Stories Since '08



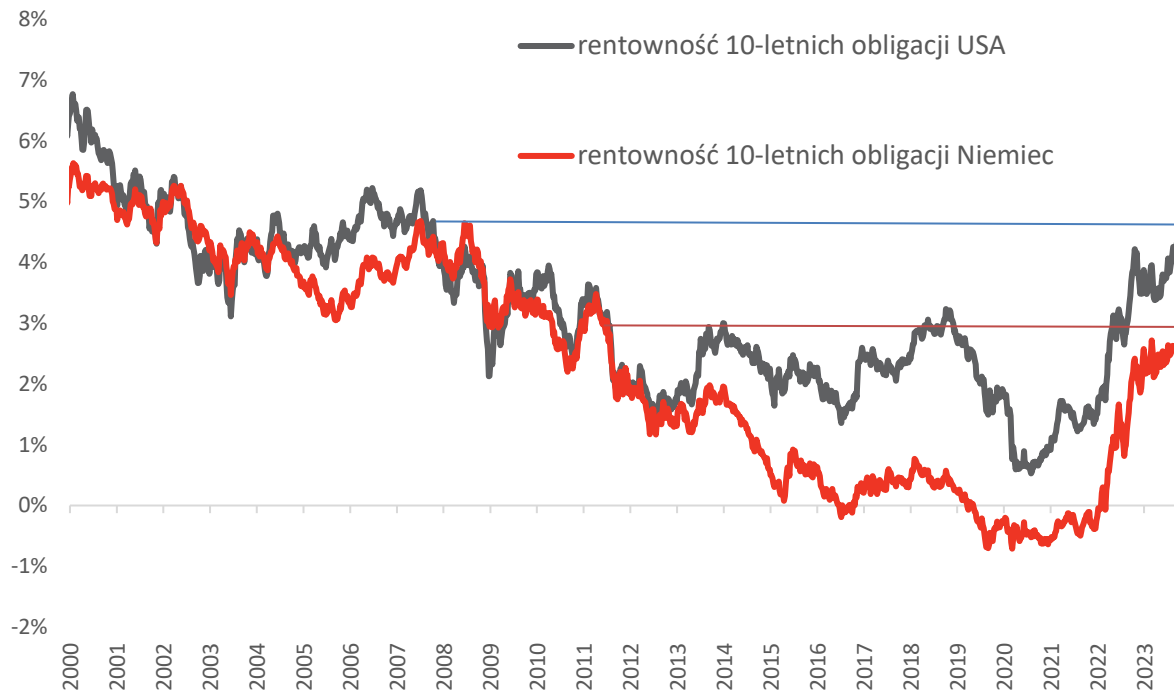
Story Counts on "Recession" and "Soft Landing" on the Bloomberg Terminal



Dates: 1990 Through August 3rd 2023.
Source: Bloomberg Finance L.P., Game of Trades.

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

Wykres 5: Rynki obligacji jednoznacznie obstawiają miękkie lądowanie oraz utrzymanie stóp na wysokich poziomach przez dłuższy okres czasu, póki co.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Fed keeps rates unchanged and signals optimism about a potential 'soft landing'

The Federal Reserve left its benchmark interest rate unchanged for the second time in its past three meetings, a sign that it's moderating its fight against inflation as price pressures have eased

<https://abcnews.go.com/Business/wireStory/federal-reserve-hint-future-rate-hikes-key-focus-103331445>

Higher Interest Rates Not Just for Longer, but Maybe Forever

Rate projections suggest many Fed officials see a rising 'neutral rate'

<https://www.wsj.com/economy/central-banking/higher-interest-rates-not-just-for-longer-but-maybe-forever-d5891964>

Harsh reality of 'higher-for-longer' rates looms over US stocks

By Lewis Krauskopf, David Randall and Carolina Mandl

September 27, 2023 7:10 AM GMT+2 · Updated 2 days ago



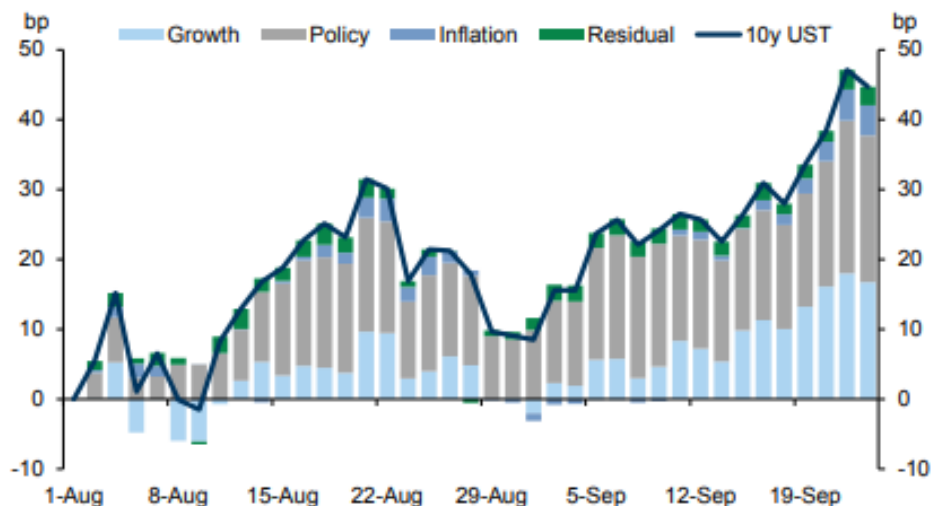
<https://www.reuters.com/markets/us/harsh-reality-higher-for-longer-rates-looms-over-us-stocks-2023-09-27/>

Można oczywiście doszukiwać się różnych przyczyn trwającego od kilku miesięcy wzrostu rentowności amerykańskich obligacji – od lepszych danych gospodarczych, przez zwiększone potrzeby pożyczkowe rządu federalnego, czy nasiloną podaż ze strony Chin, Arabii Saudyjskiej, a nawet japońskich inwestorów skuszonych wyższymi dochodowościami rodzimych obligacji. Niebagatelną rolę odgrywa też z pewnością proces ograniczania zasobu papierów dłużnych w skarbcach Fed. Do tego dochodzi jeszcze konieczność dostosowania bieżącego kształtu krzywej dochodowości do coraz większego prawdopodobieństwa utrzymywania się relatywnie wysokich stóp procentowych w USA (wykresy 6-7). Trwający od ponad dwóch miesięcy gwałtowny wzrost notowań ropy naftowej (ponad 25%) i paliw (szczególnie diesla) również nie pozostają bez wpływu na słabość rynku obligacji (wykres 8).

Znaczenie tych czynników wyraźnie by osłabło, gdyby rynek obligacji na serio brał pod uwagę scenariusz prawdziwej recesji w 2024 roku. Dlatego można uznać, że rynek długu stawia dziś wszystko na jedną kartę. Światowa gospodarka, pomimo najbardziej znaczącego wzrostu kosztu pieniądza od dekad, przejdzie przez ten okres próby względnie suchą stopą.

Wykres 6: Za wzrostem rentowności obligacji stoją różne czynniki.

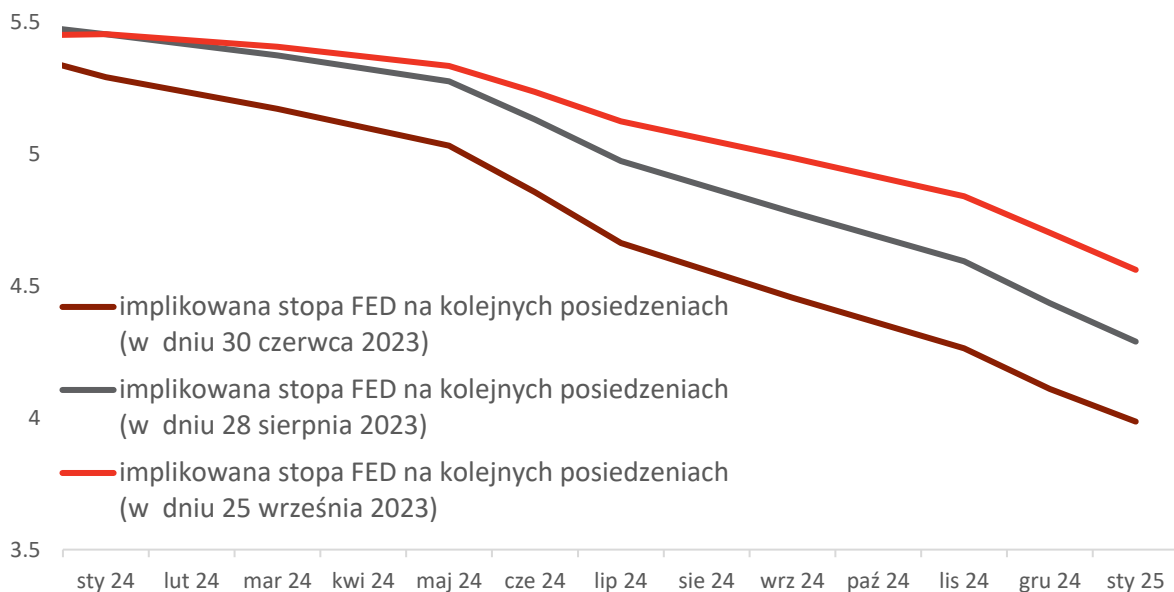
Exhibit 1: Policy-driven structural reassessment appears to have been an important driver of the recent selloff
Contribution to 10y UST yield changes, by macro factor



Source: Goldman Sachs Global Investment Research

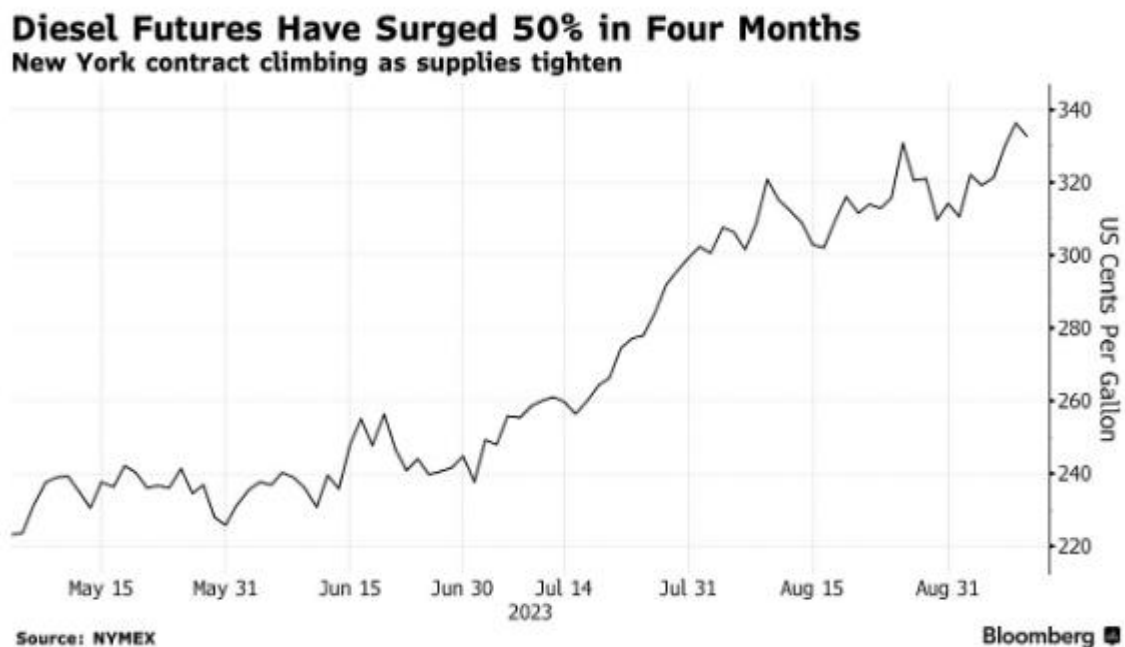
źródło: Goldman Sachs

Wykres 7: Z miesiąca na miesiąc inwestorzy coraz bardziej przyzwyczajają się do myśli, że stopy procentowe pozostaną na wysokich poziomach przez dłuższy czas.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 8: Wzrost cen ropy i paliw w ostatnich trzech miesiącach jest jednym z czynników stojących za wzrostem rentowności obligacji.



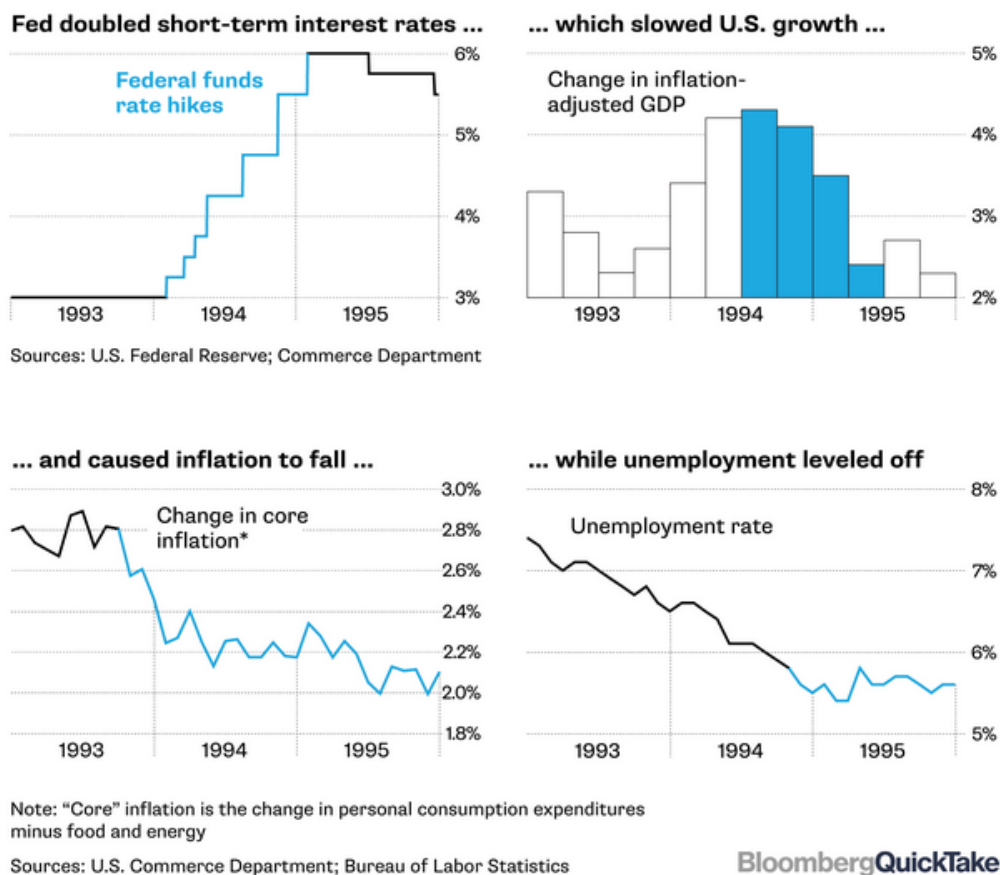
źródło: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-09-13/diesel-supply-strains-deepen-as-trucking-demand-recovers-in-us?sref=kRR0LXCQ>

Trzeba jednak pamiętać, że tak zwany *soft landing* to niezmiernie rzadkie zjawisko, którego Amerykanie doświadczali w pełnowymiarowej postaci w latach 1995-1996 (po gwałtownym zacieśnieniu polityki monetarnej z 1994 roku) (wykres 9). W drugiej połowie lat 90-tych ubiegłego stulecia, po tym jak Fed podwyższył stopy procentowe z 3% do 6% w ciągu kilkunastu miesięcy zarówno stopy banku centralnego, jak i rentowności obligacji pozostawały wysokie przez kolejne kilka lat (z chwilowymi przerwami związanymi np. z następstwami kryzysu rosyjskiego). Co więcej, realne stopy procentowe były znacznie wyższe niż w pierwszej połowie lat 90-tych (i wyższe niż obecnie), co jednak nie przeszkodziło hossie na rynkach akcji i generalnie rozwojowi gospodarki w końcówce ostatniej dekady XX wieku. Podobnie jak w bieżącym roku, w pierwszych miesiącach 1995 roku recesja była na ustach wszystkich, ale już w pod koniec tego roku scenariusz miękkiego lądowania stał się rynkowym konsensem. Co zaskakujące – scenariusz ten rzeczywiście się zrealizował (wykres 10).

Wykres 9: W latach 1994-96 gospodarka USA przechodziła okres miękkiego lądowania pomimo gwałtownego zacieśnienia polityki monetarnej.

Alan Greenspan's Soft Landing

The former Federal Reserve chairman cooled down an overheated economy in 1994-1995 without triggering a recession



źródło: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-09-13/can-the-fed-achieve-a-soft-landing-and-avoid-a-recession?sref=kRR0LXCQ>

SHARP DECLINE IN JOBS SPURS RECESSION FEARS

By **Steven Pearlstein**
June 3, 1995

<https://www.washingtonpost.com/archive/politics/1995/06/03/sharp-decline-in-jobs-spurs-recession-fears>

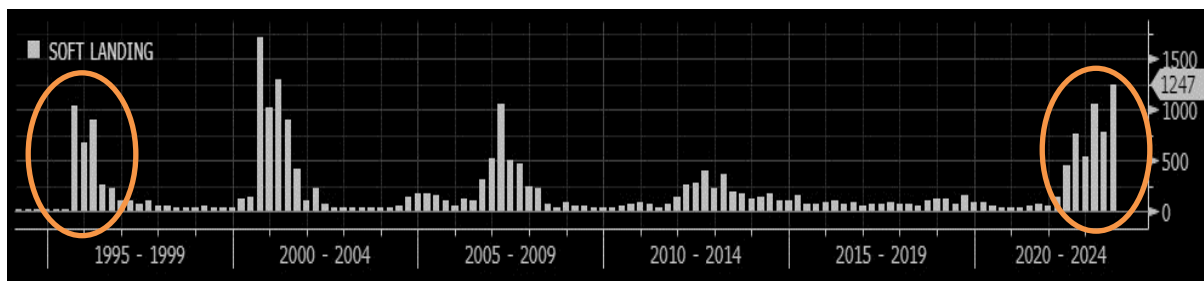
Drop in Orders for Durable Goods Prompts Recession Fears

BY JAMES F. PELTZ
MAY 25, 1995 12 AM PT

SUBSCRIBERS ARE READING >

<https://www.latimes.com/archives/la-xpm-1995-05-25-fi-5963-story.html>

Wykres 10: Użycie słów „soft landing” podczas konferencji oraz prezentacji spółek z Wall Street.



źródło: Bloomberg

Economy Has Reached ‘Soft Landing’ and There’s No Recession in Sight, Analysts Say

L.A. TIMES ARCHIVES
SEPT. 12, 1995 12 AM PT

SUBSCRIBERS ARE READING >

<https://www.latimes.com/archives/la-xpm-1995-09-12-fi-45096-story.html>

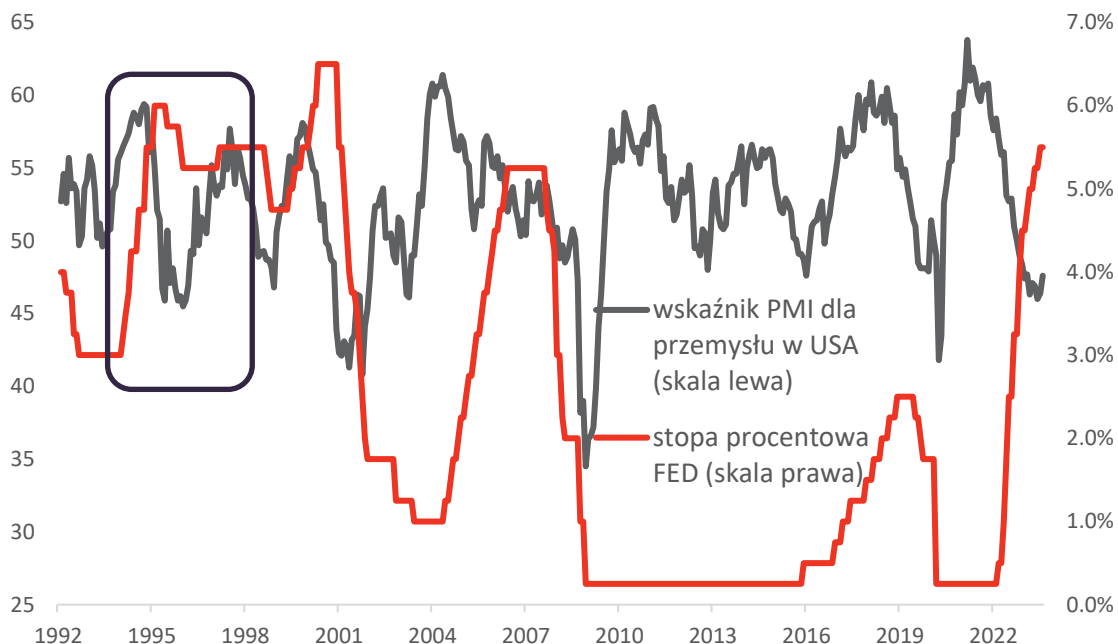
THERE'S NO LANDING LIKE A SOFT LANDING

By **John M. Berry**
December 31, 1995

<https://www.washingtonpost.com/archive/business/1995/12/31/theres-no-landing-like-a-soft-landing>

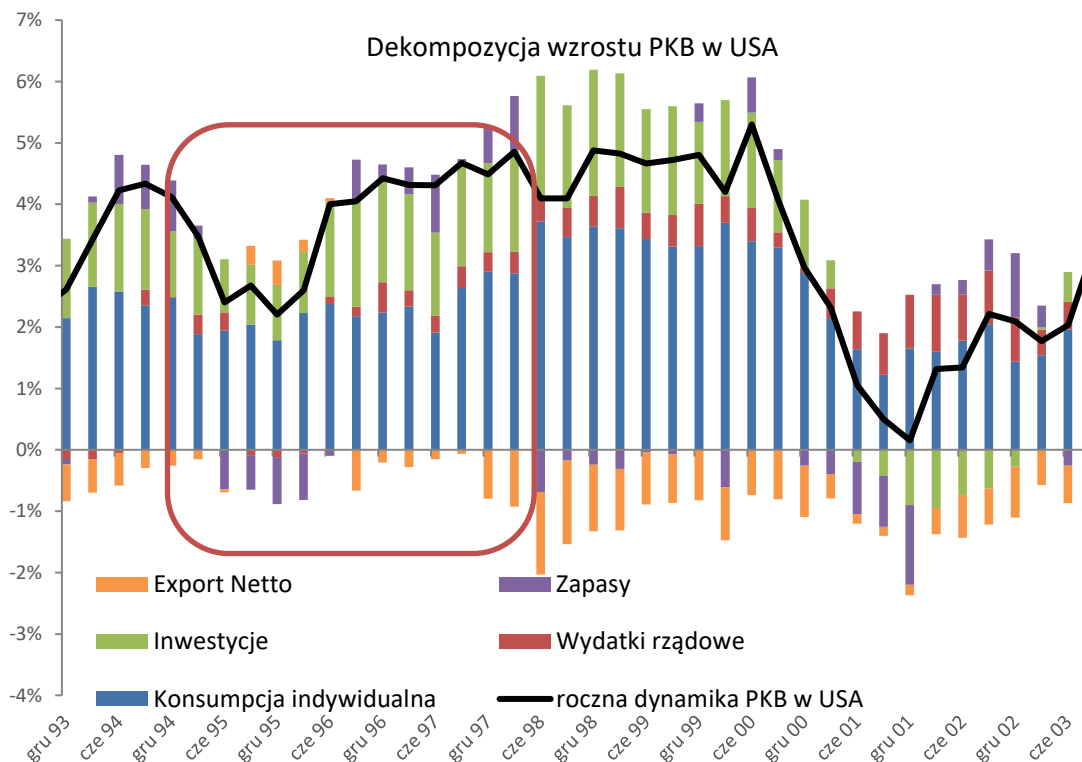
Analogicznie jak w ostatnich 12 miesiącach, zacieśnieniu polityki monetarnej przez Fed z lat 1994-95 towarzyszyła zapaść w przemyśle, zmniejszanie stanów magazynowych w przedsiębiorstwach oraz czkawka na rynku nieruchomości mieszkalnych. Banki zaostrzały politykę kredytową ograniczając dostęp do finansowania dla firm. Pojawiły się bankructwa (ze słynnym upadkiem hrabstwa Orange z Kalifornii na czele) i wzrost niespłacalności obligacji *high yield*. Wszystkie negatywne zjawiska nie pociągnęły jednak w dół ani całej gospodarki, ani rynku akcji. W obu przypadkach sytuacja dość szybko zaczęła się poprawiać (wykresy 11-13).

Wykres 11: W 1995 roku przemysł w USA doznał zapaści, z której jednak szybko się podźwignął.



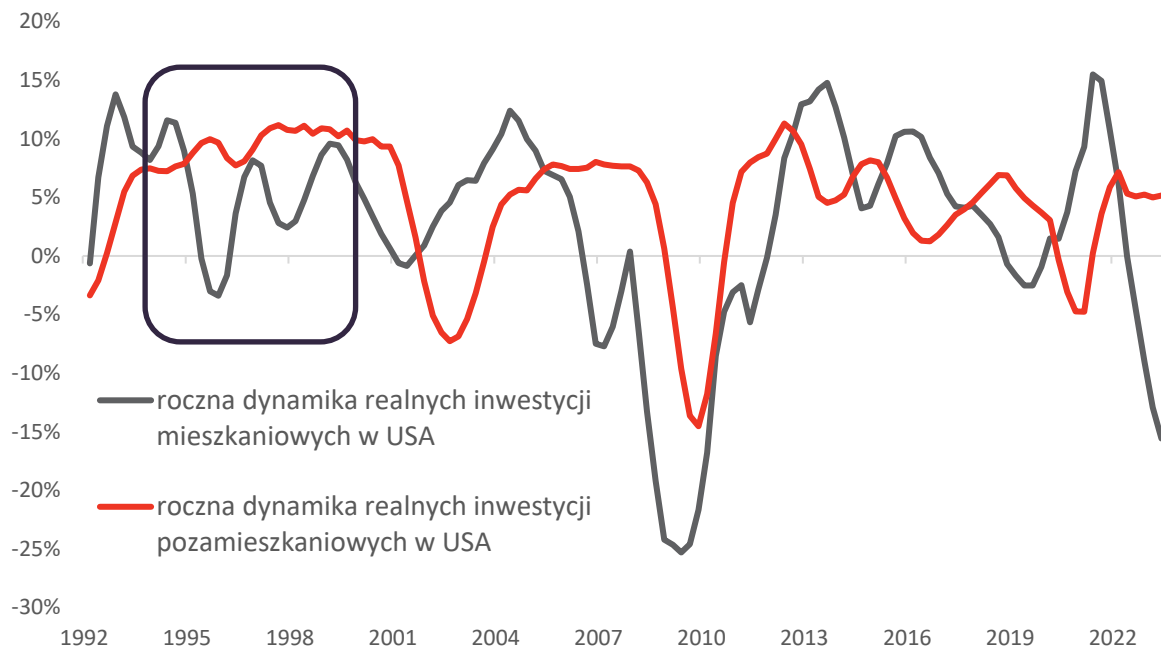
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 12: W latach 1995-96 inwestycje pozamieszaniowe i konsumpcja trzymały się mocno, ale nastąpiło spowolnienie importu i spadek zapasów. Podobnie jak dziś.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 13: Wzrost stóp procentowych wywołał w 1995 roku załamanie na rynku mieszkaniowym, ale tylko na chwilę. Inne inwestycje w gospodarce pozostawały mocne. Podobnie jak dziś.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

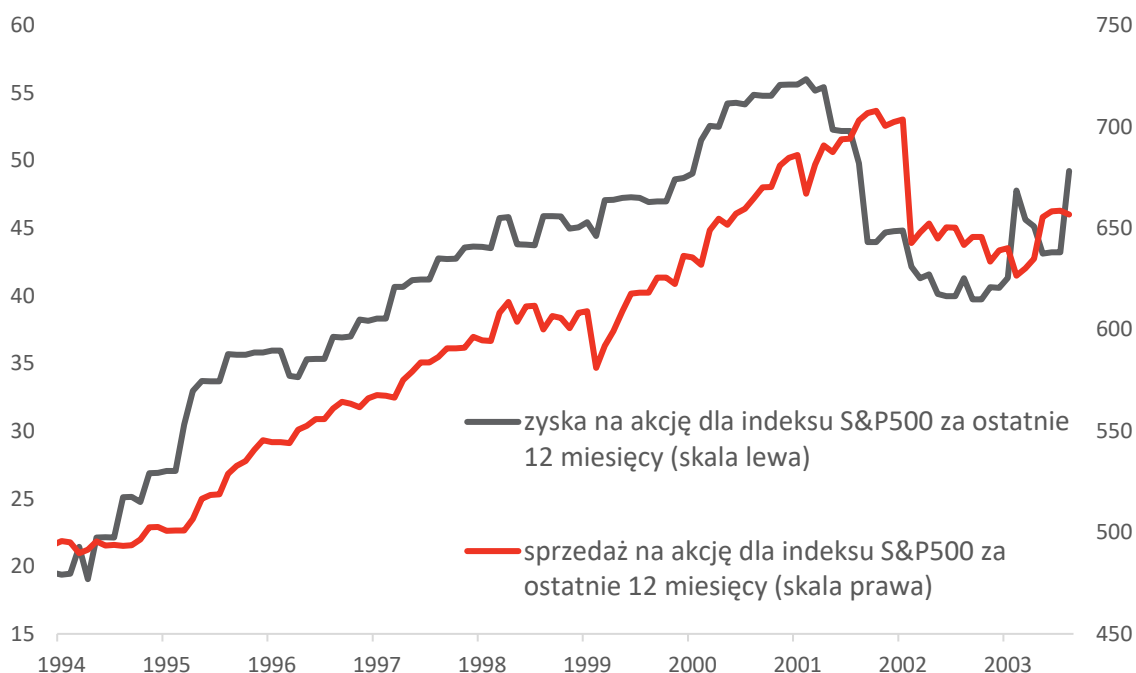
Moim zdaniem stało się to za sprawą podobnego zbiegu okoliczności, z którymi mamy do czynienia w tym roku. Po pierwsze, większość firm nie doświadczyła negatywnych skutków wzrostu kosztu pieniądza. W przypadku spółek z S&P500 rosły zarówno przychody, jak i nominalne zyski. Firmy nie zostały zmuszone do podejmowania decyzji o cięciu kosztów (wykres 14).

Tym samym stopa bezrobocia w 1995 roku praktycznie nie wzrosła, umożliwiając utrzymanie konsumpcji, co było drugim niezbędnym składnikiem miękkiego lądowania w latach 1995-96 (wykres 15).

Trzecim filarem tego gospodarczego cudu, jakim było uniknięcie prawdziwej recesji, była wzbierająca fala inwestycji w przedsiębiorstwach dążących do zwiększenia zdolności produkcyjnych, wydajności i uczestnictwa w nowej internetowej rewolucji (wykresy 16-17).

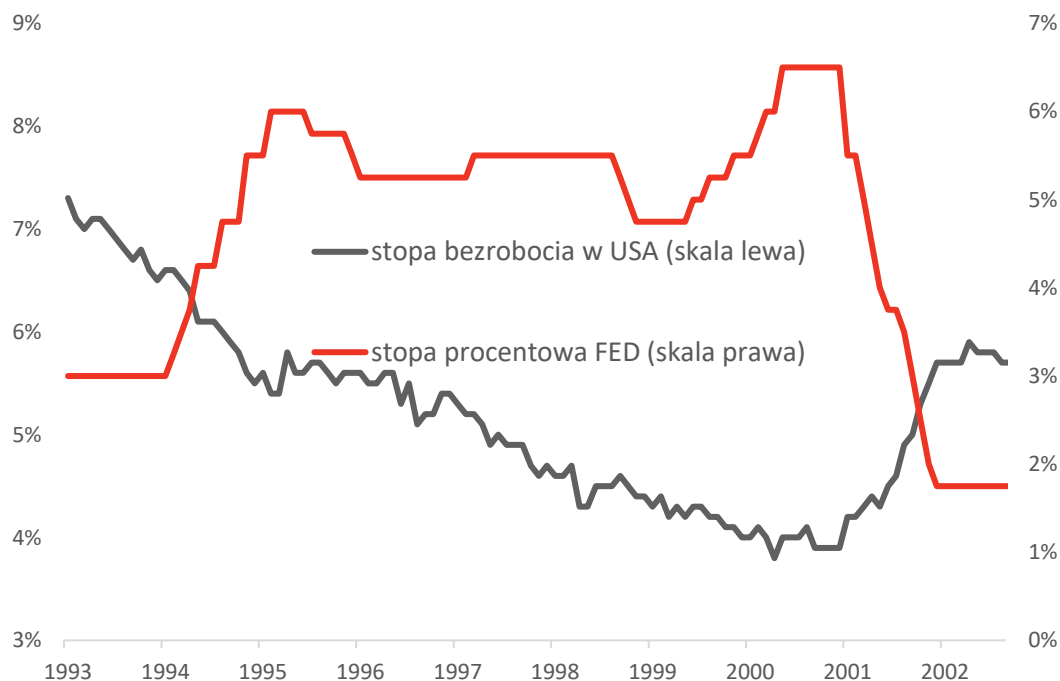
Ta trwająca kilka kolejnych lat fala wspierana była przez banki, które szybko poluzowały swoje wymagania kredytowe wobec firm (wykresy 18-19). W rezultacie, zgodnie z wyliczeniami firmy McKinsey, lata 1995-2000 okazały się okresem największego od dekad wzrostu produktywności w amerykańskiej gospodarce i to nie tylko w branży technologicznej (wykresy 20-21).

Wykres 14: W drugiej połowie lat 90-tych przychody i zyski spółek z indeksu S&P500 rosły bez przeszkód.



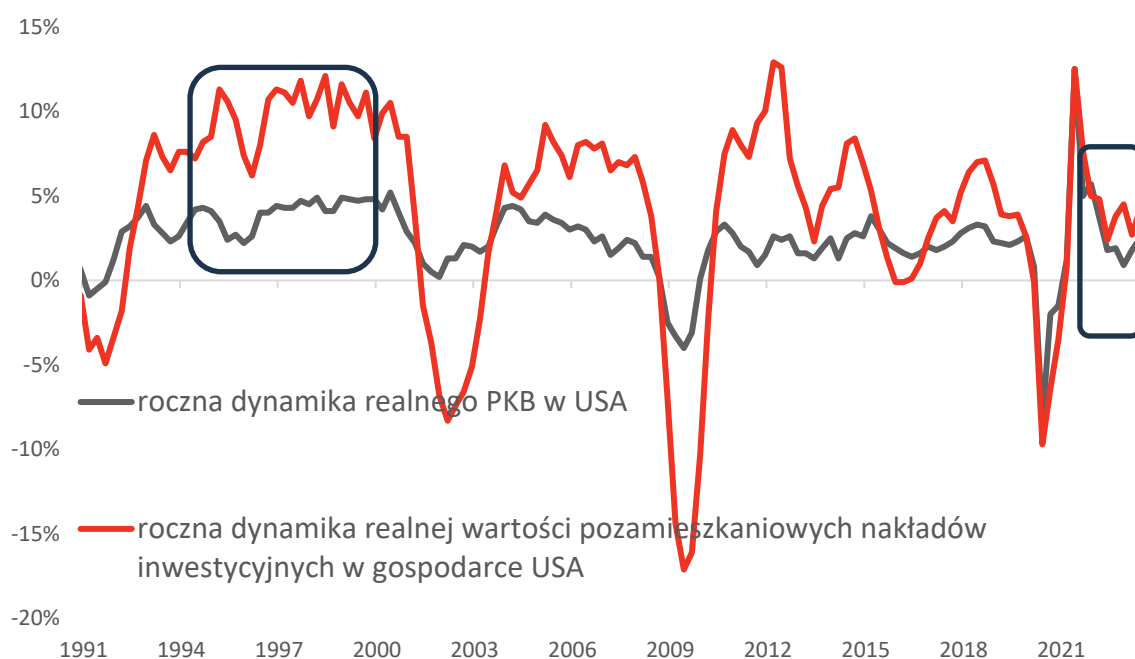
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 15: Pomimo wzrostu stóp procentowych firmy nie zostały zmuszone do cięcia kosztów, a stopa bezrobocia nie wzrosła wspierając konsumpcję.



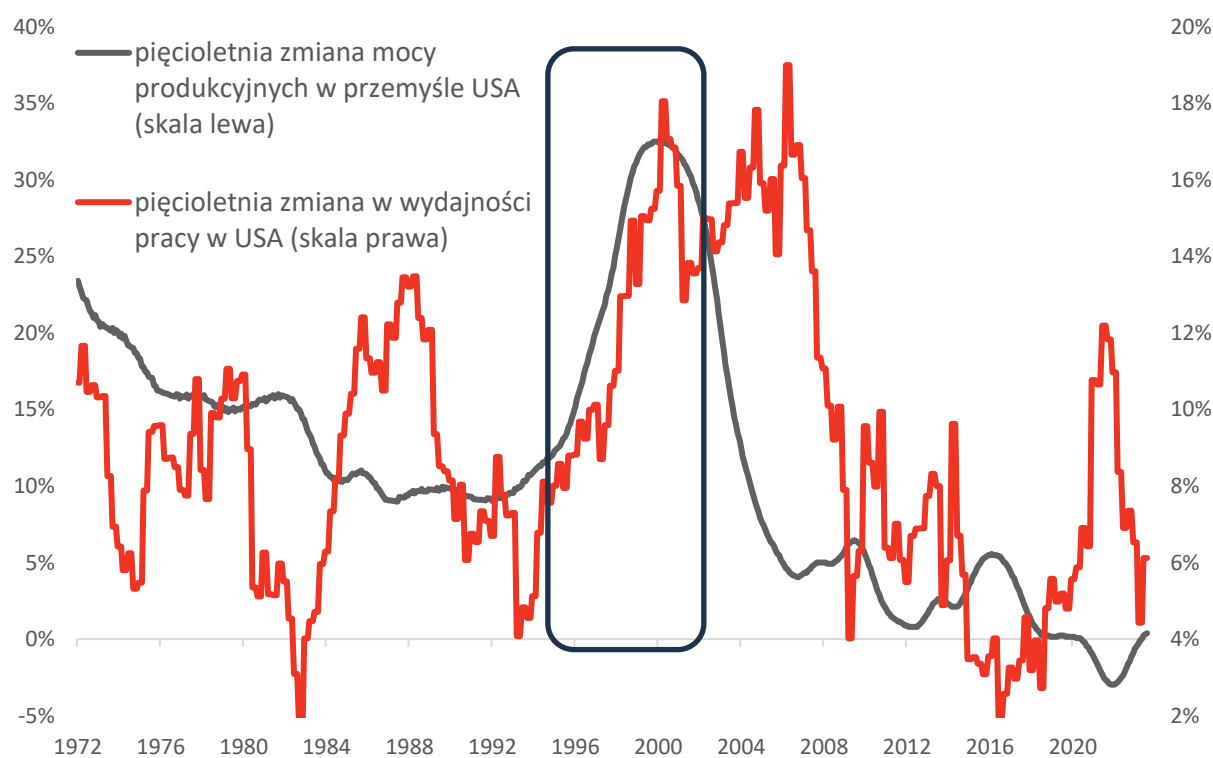
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 16: Znaczącym motorem wzrostu PKB w USA były inwestycje pozamieszaniowe.



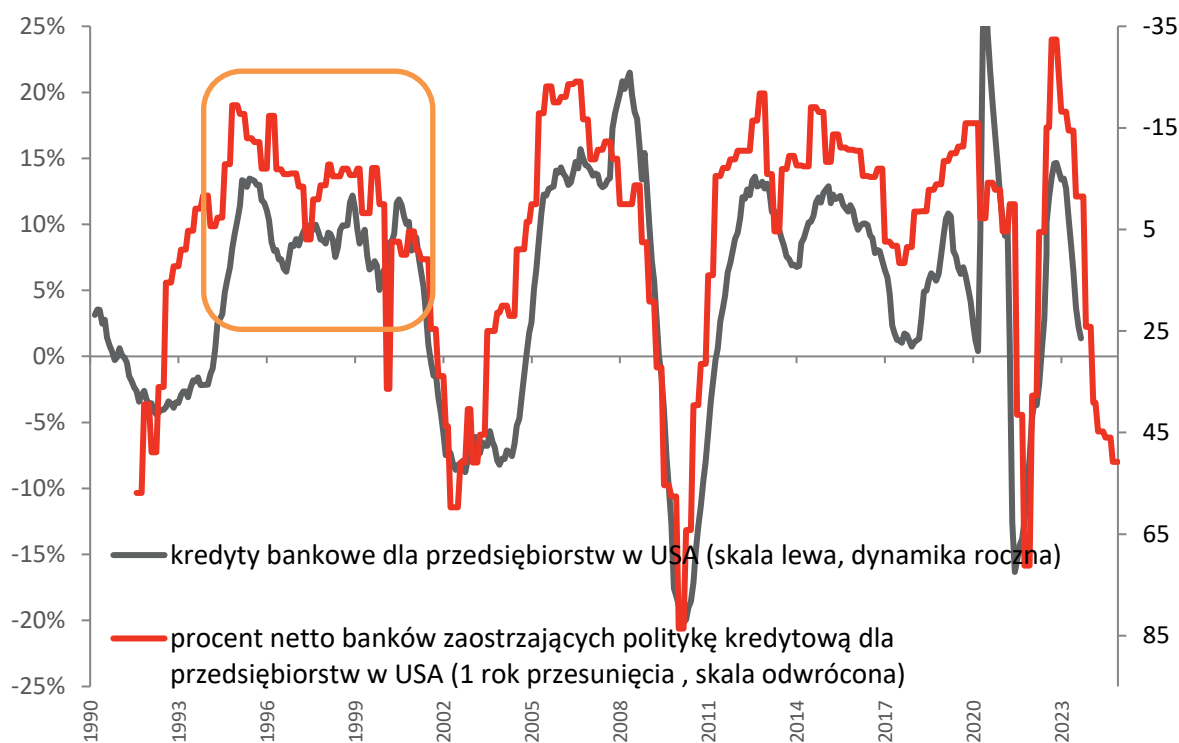
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 17: Czy rewolucja AI stanie się takim samym źródłem inwestycji i wzrostu wydajności jak Internet w latach 90-tych?



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 18: W 1995 roku zaostrenie polityki kredytowej przez banki okazało się chwilowe.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 19: Wzrost akcji kredytowej wspierał inwestycje przedsiębiorstw w drugiej połowie lat 90-tych.



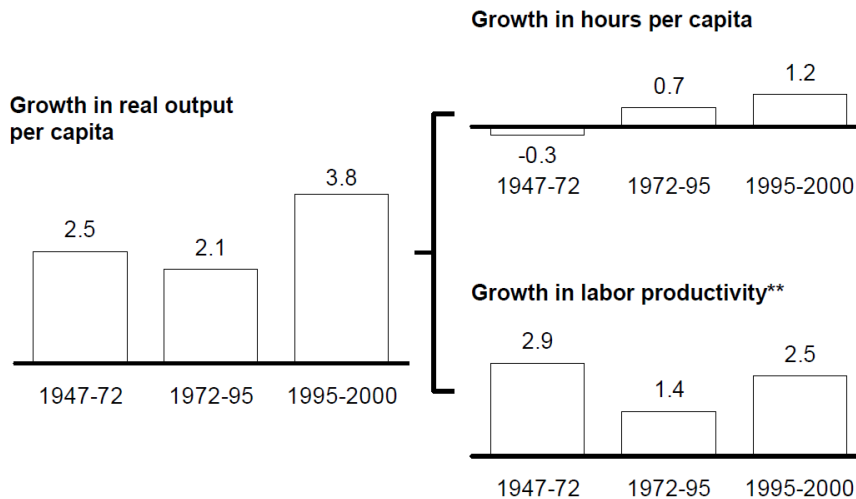
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 20: Druga połowa lat 90-tych to największy wzrost wydajności w przedsiębiorstwach od dekad.

Exhibit 1

OUTPUT PER CAPITA GROWTH OF NON-FARM BUSINESS*

CAGR, percent



* Excludes output of farms and government

źródło: US Productivity Growth 1995-2000, McKinsey report

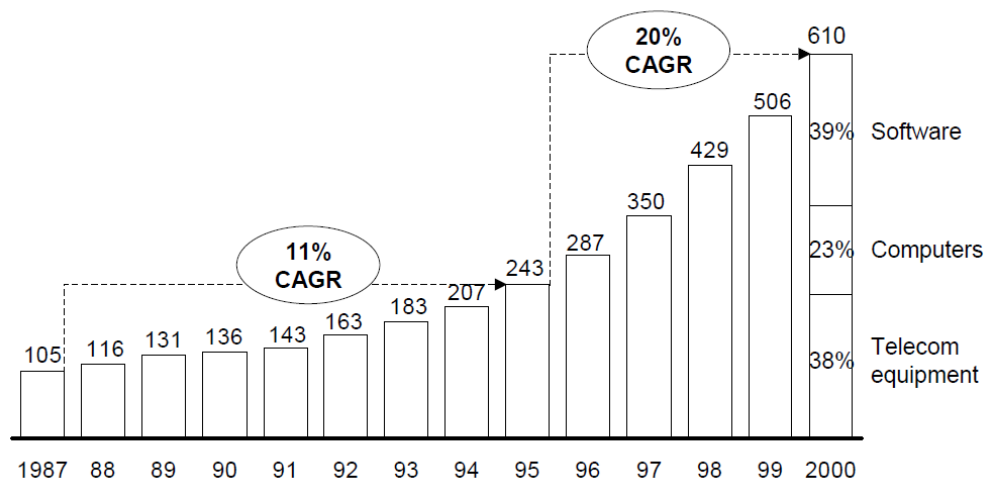
Wykres 21: Nie tylko spółki technologiczne doświadczyły wzrostu inwestycji i produktywności, ale tam zmiana była najbardziej widoczna.

Exhibit 7

REAL IT INVESTMENT GROWTH HAS ACCELERATED

Real IT investment*

1996 \$ Billions



* BEA NIPA information processing equipment and software investment

Source: BEA; MGI analysis

źródło: US Productivity Growth 1995-2000, McKinsey report

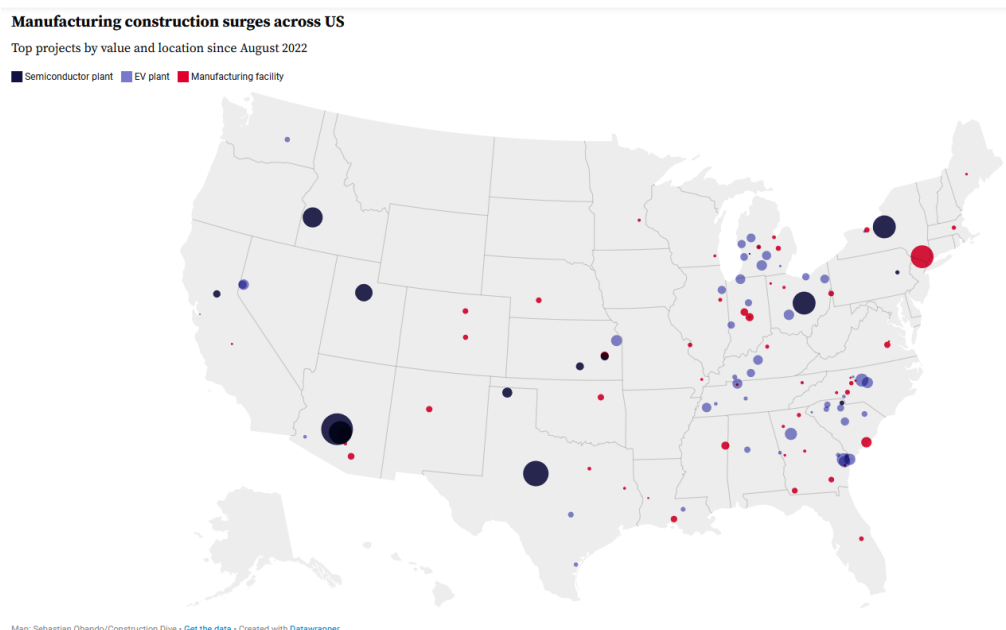
Czy dziś możliwa jest powtórka z takiego okresu prosperity poprzedzonego gwałtownym zacieśnieniem polityki monetarnej? Teoretycznie tak. Większość spółek w USA wciąż nie odczuwa negatywnych skutków podwyżek stóp na tyle mocno, żeby rozpocząć program cięcia kosztów zatrudnienia lub inwestycji. Przyjmując za dobrą monetę prognozy dotyczące wzrostu przychodów (plus 5%) i zysków (plus 10%) dla firm z indeksu S&P500, w 2024 roku trudno wyobrazić sobie, dlaczego ten stan rzeczy miałby się zmienić. Inwestycje firm oraz nakłady infrastrukturalne, które wzmocniły wzrost gospodarczy w USA w tym roku, mogą być kontynuowane w kolejnych latach, za czym przemawiałoby wsparcie dla tych projektów ze strony rządu federalnego (ustawy przyjęte w 2021 i 2022 roku) oraz postępujący proces powrotu produkcji do USA związany ze zjawiskiem deglobalizacji. Wystarczy wspomnieć, że wartość nakładów na budownictwo przemysłowe w USA podwoiła się w ciągu ostatnich dwóch lat (wykresy 22-25). Dodatkowo, podobnie jak internet niemal trzy dekady temu, dzisiejsza rewolucja sztucznej inteligencji stała się doskonałym pretekstem do pobudzenia inwestycji w przedsiębiorstwach i do dokonania kolejnego skoku w ich wydajności.

Construction's manufacturing boom: Mapping the biggest facilities underway in the US

Construction Dive tracks the top projects focused on products such as semiconductors, EV batteries, food, cars and consumer goods.

Published August 7, 2023 • Updated September 15, 2023

Wykres 22: W ciągu dwóch lat rozpoczęto wiele budów nowych fabryk w USA, nie tylko w branży technologicznej.



Map: Sebastian Obando/Construction Dive • Get the data • Created with Datawrapper

źródło: <https://www.constructiondive.com/news/manufacturing-construction-boom-tracker-map/688140/>

Wykres 23: Bezprecedensowy skok w budownictwie przemysłowym w USA.

Manufacturing activity skyrockets on the heels of 2022's CHIPS Act

Percent change in construction starts since January 2019, seasonally adjusted dollars

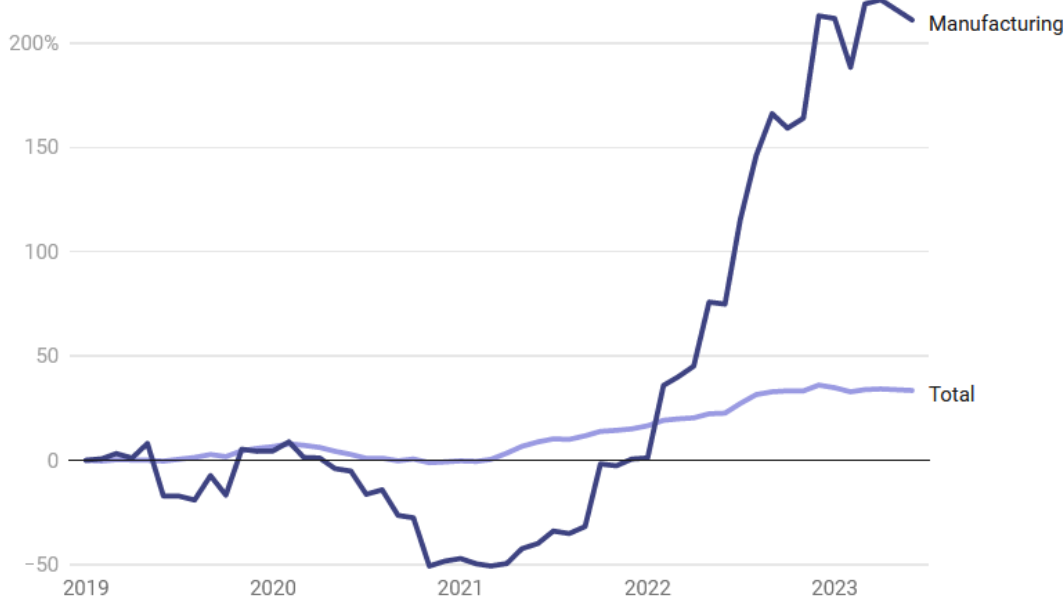
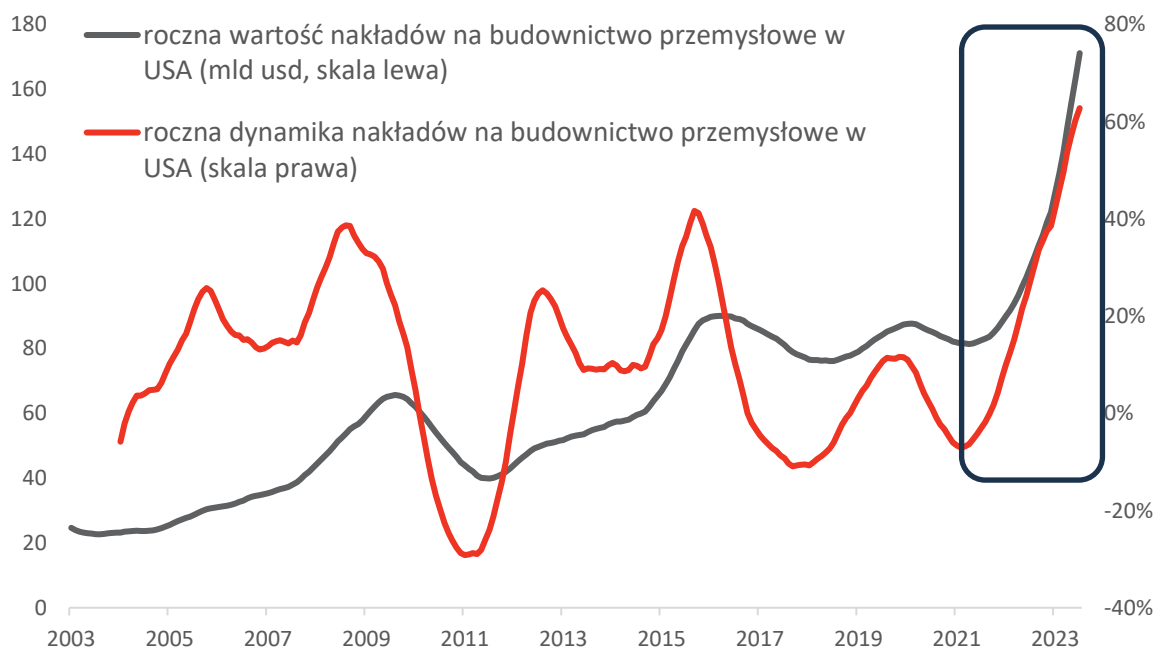


Chart: Sebastian Obando/Construction Dive • Source: Dodge Construction Network • [Get the data](#) • Created with [Datawrapper](#)

źródło: <https://www.constructiondive.com/news/manufacturing-construction-boom-tracker-map/688140/>

Wykres 24: Budowa nowych fabryk (półprzewodniki, baterie) w ramach reshoringu jest jednym z filarów tegorocznej siły amerykańskiej gospodarki.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 25: Budowa nowych fabryk siłą napędową inwestycji w gospodarce USA.



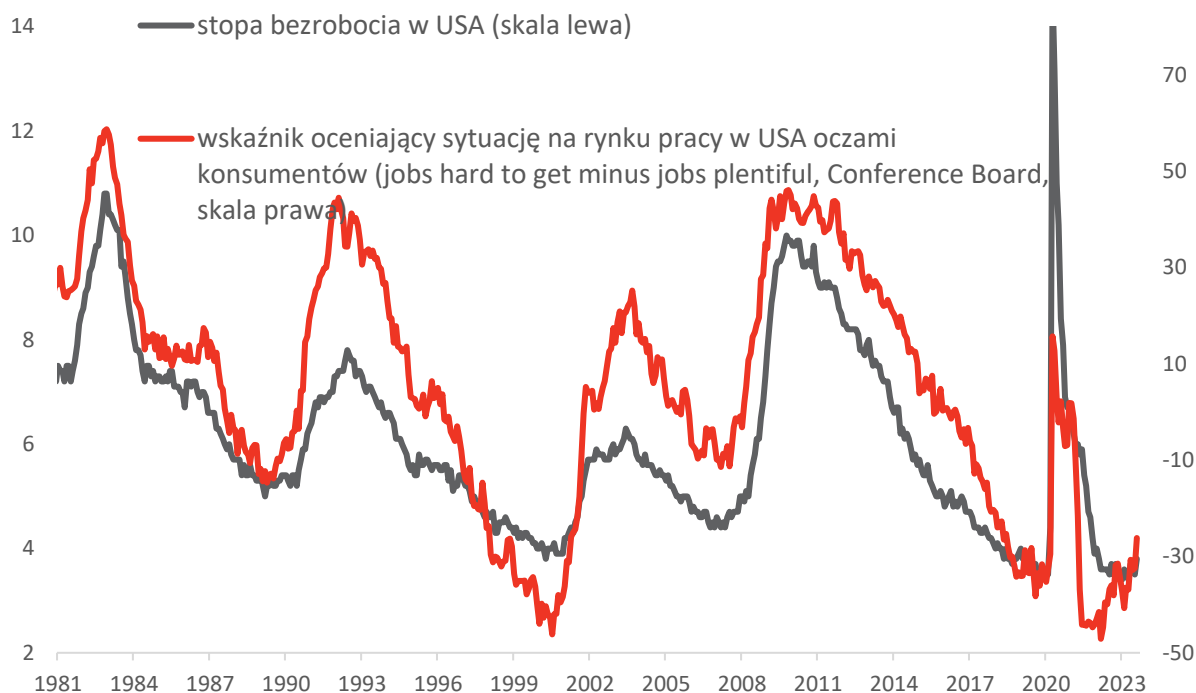
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Tyle mówi teoria (podbudowana historyczną analogią). W praktyce realizacja takiego scenariusza może się okazać po prostu niemożliwa. Po pierwsze, duża siła rynku pracy, która w dużej mierze stała za niestępliwą postawą Fed w czasie całego cyklu podwyżek, przechodzi powoli do historii.

Firmy mają mniejsze problemy ze znalezieniem pracownika, który z kolei musi bardziej niż jeszcze kilka miesięcy temu starać się, żeby otrzymać pracę. Coraz mniej zatrudnionych dobrowolnie rezygnuje z pracy, a coraz więcej traci ją na dobre, a nie jedynie tymczasowo (wykresy 26-32).

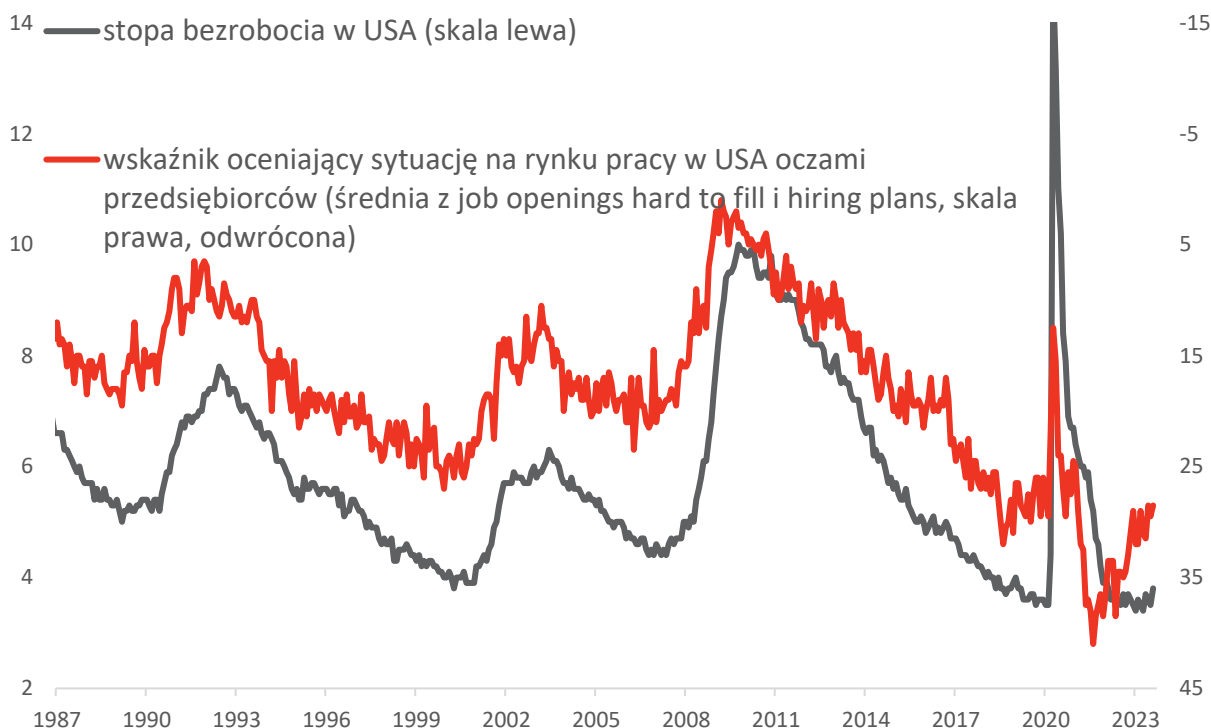
Co prawda fala redukcji etatów w sektorze technologicznym wygasła, ale sierpniowe bankructwo firmy transportowej Yellow i zapowiedź zwolnienia 30 tys. pracowników jasno pokazało, że inne branże też mogą zacząć przechodzić przez bolesny proces cięcia kosztów (wykres 33). Dopóki jednak liczba tygodniowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych w USA nie zacznie wyraźnie rosnąć, nie ma co wszczynać alarmu (wykres 34).

Wykres 26: Rynek pracy w USA już nie tak silny – w ocenie pracowników.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 27: Rynek pracy w USA już nie tak silny – w ocenie pracodawców.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

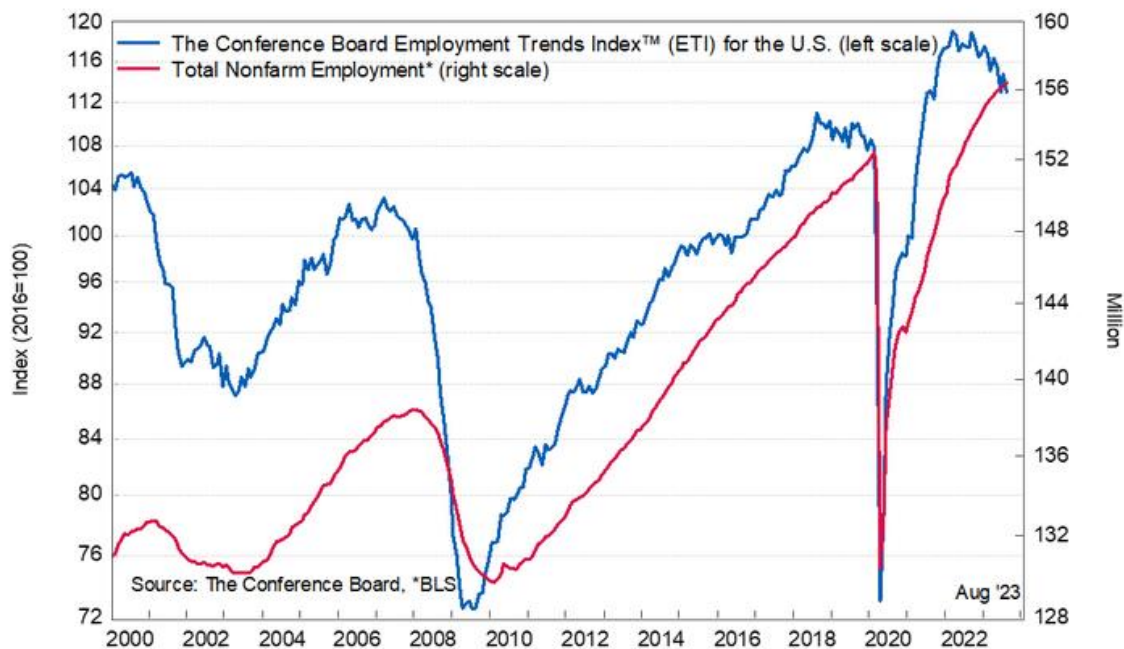
Wykres 28: Oferty pracy zaczynają znikać z tablic ogłoszeń w coraz szybszym tempie.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

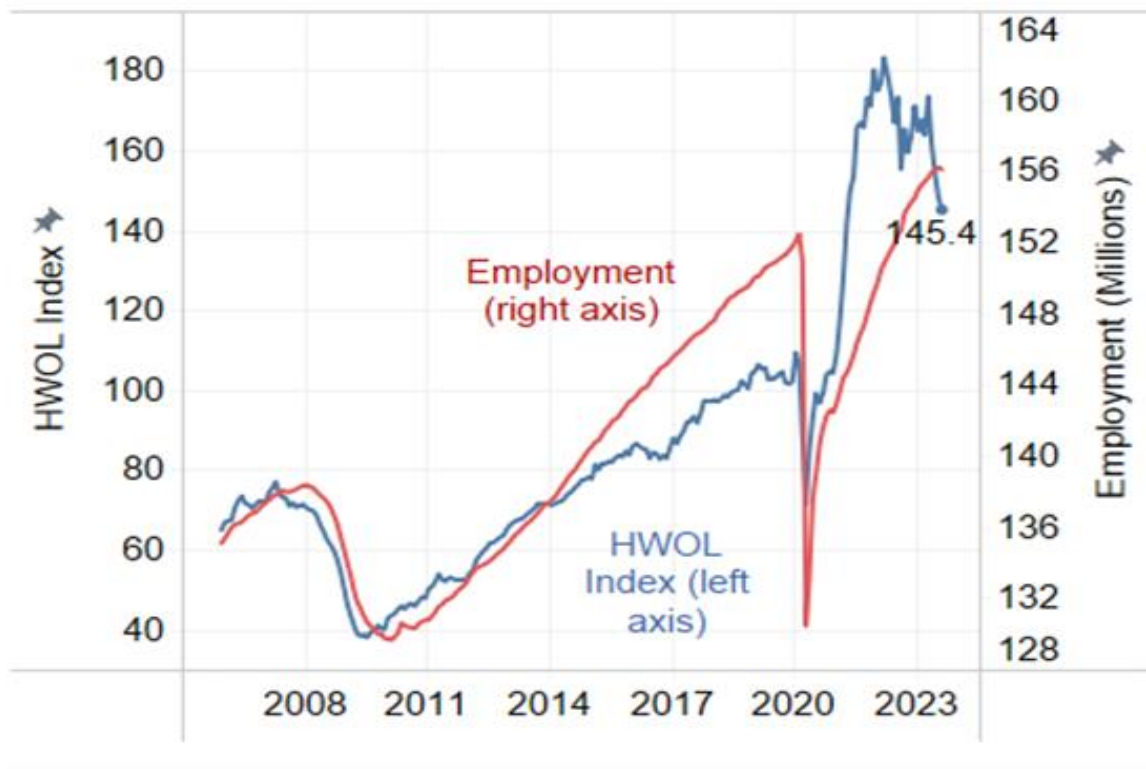
Wykres 29: Rynek pracy w USA najlepsze ma już za sobą.

The Conference Board Employment Trends Index™, January 2000 to Present



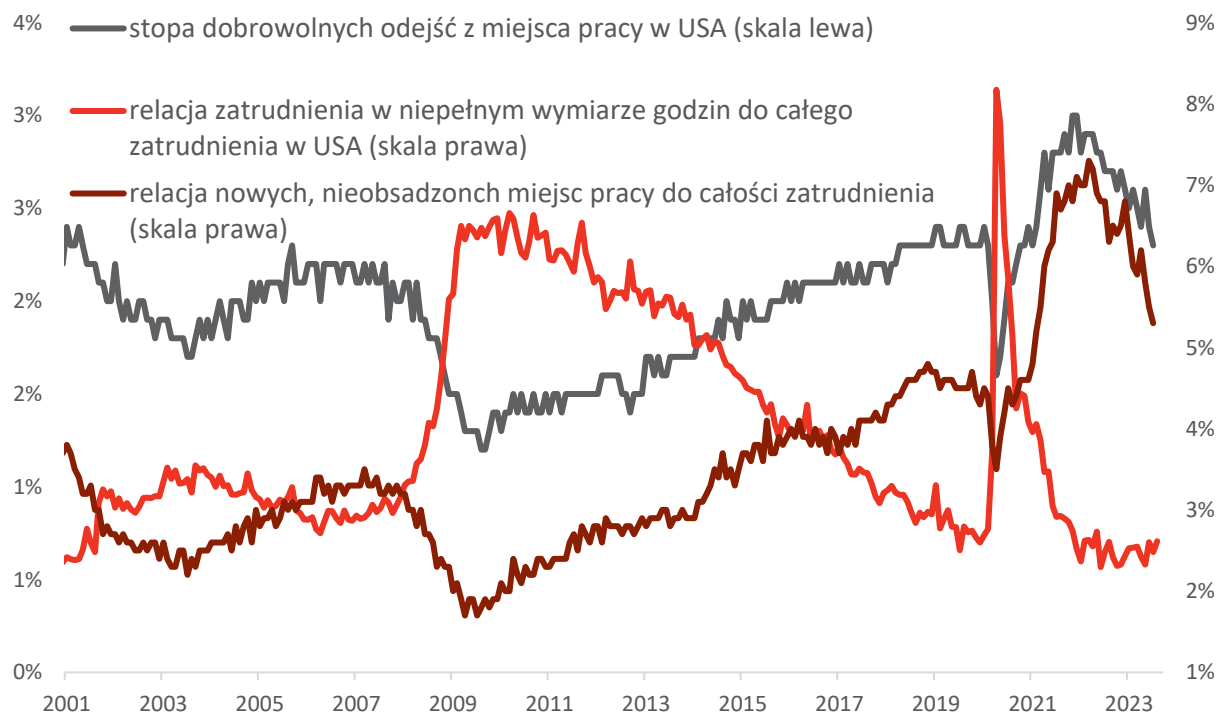
źródło: <https://www.conference-board.org/data/eti.cfm>

Wykres 30: Zapotrzebowanie na pracowników w firmach zaczęło się zmniejszać.



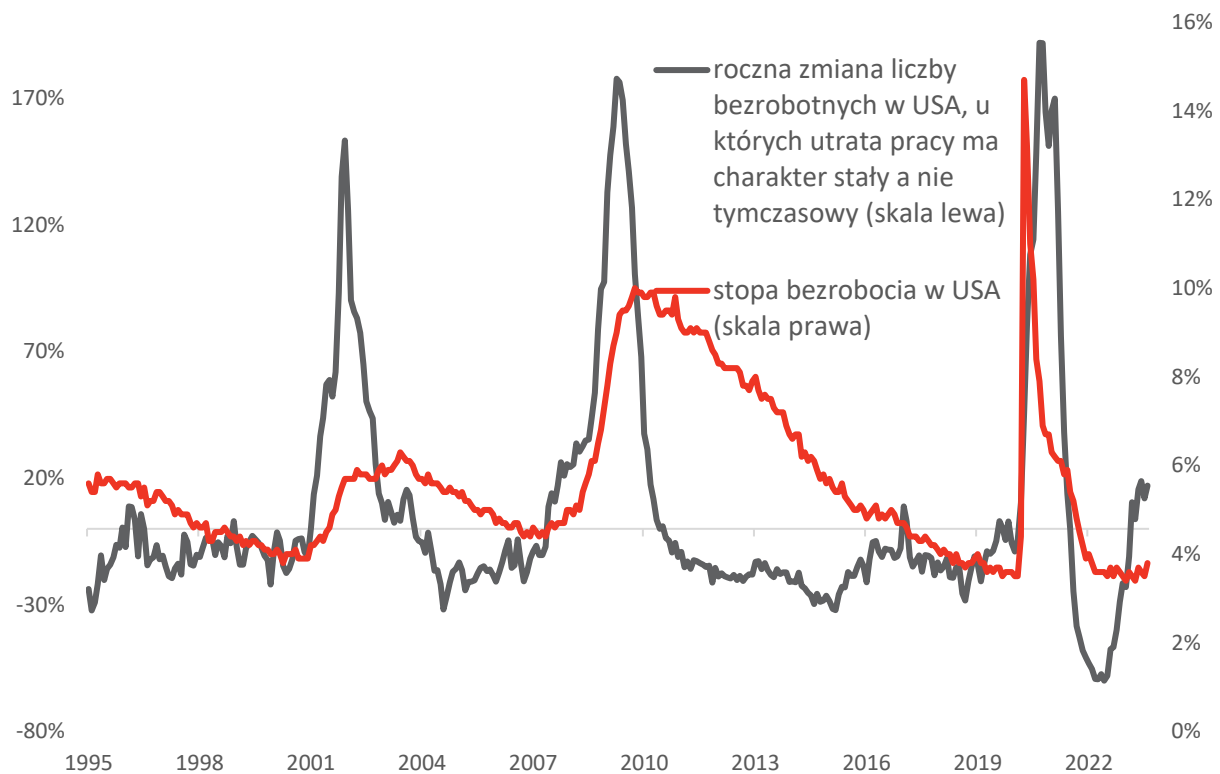
źródło: <https://www.conference-board.org/topics/help-wanted-online/press/help-wanted-online-aug-2023>

Wykres 31: Wiele wskaźników sugeruje dalsze pogarszanie się stanu rynku pracy w USA.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 32: Coraz więcej osób w USA zostaje zwolnionych na stałe, a nie jedynie tymczasowo.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

100-year-old US trucking firm Yellow Corp files for bankruptcy

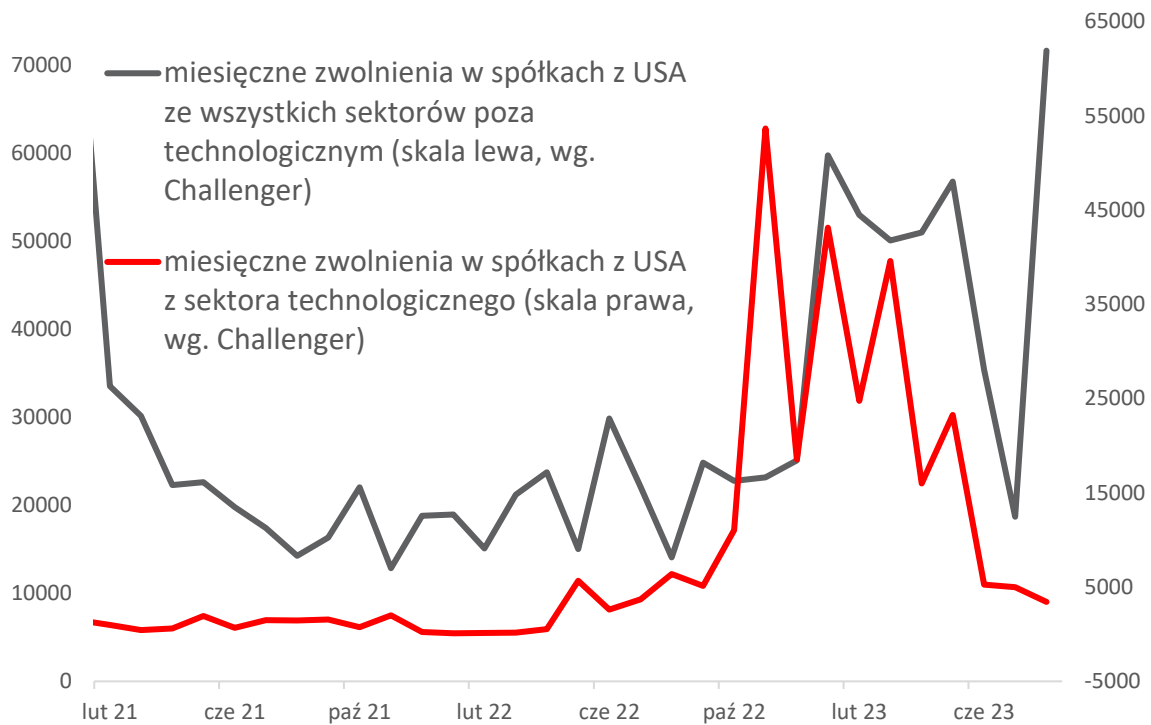
<https://www.theguardian.com/us-news/2023/aug/07/us-trucking-firm-yellow-corp-bankruptcy>

Trucker Yellow Goes Bankrupt After Debt, Labor Woes Pile Up

- Firm closes after nearly 100 years, leaves 30,000 jobless
- Gets breathing room from creditors as it ponders repayment

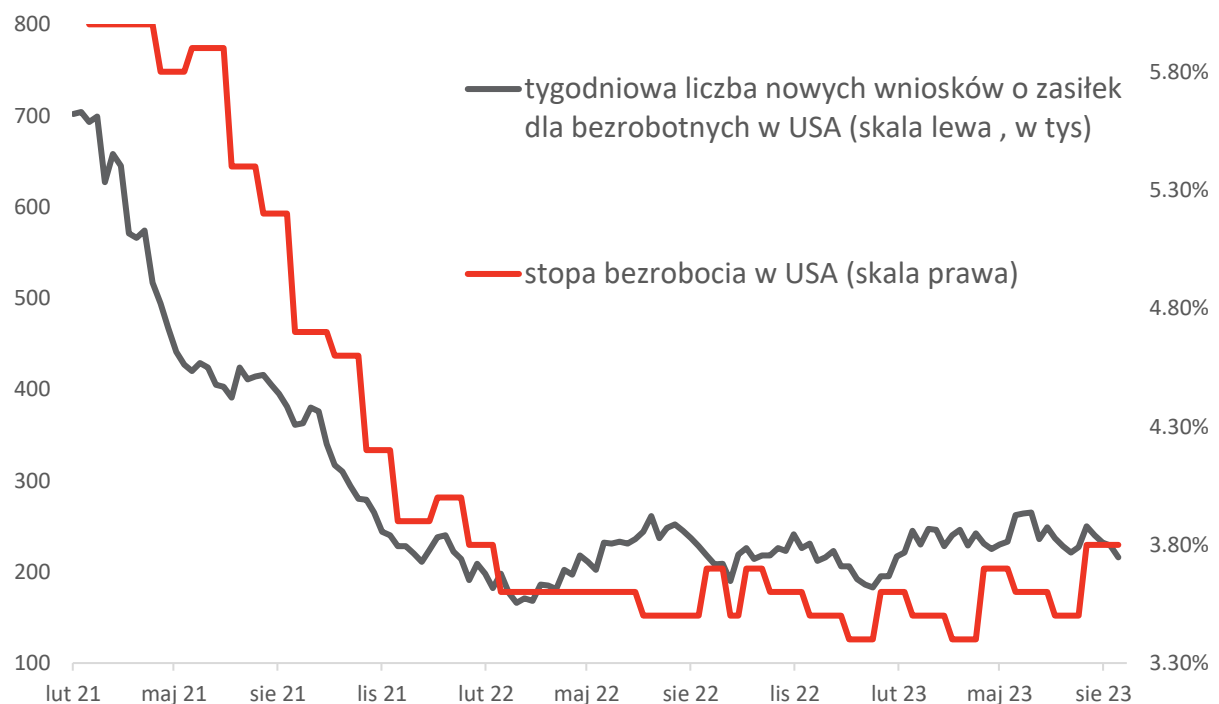
<https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-08-07/trucking-firm-yellow-goes-bankrupt-as-debt-labor-woes-pile-up?sref=kRR0LXCQ>

Wykres 33: Fala zwolnień w spółkach technologicznych przygasta, ale czy nie zaczyna się fala zwolnień w innych branżach?



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

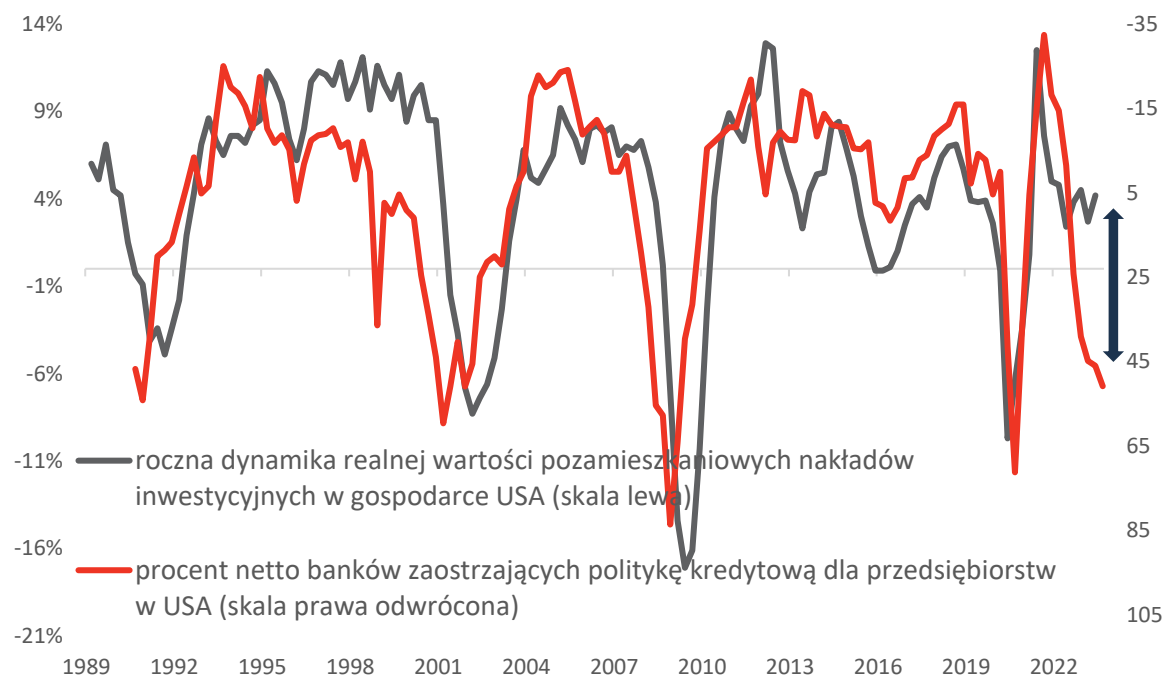
Wykres 34: Tygodniowa liczba nowych wniosków o zasiłek w USA nie świadczy o dużych problemach na rynku pracy, już dziś.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Po drugie, zacieśnienie polityki kredytowej przez banki trwa w najlepsze, ponieważ jest związane ze słabością przemysłu, który wciąż odczuwa skutki pandemicznej klęski urodzaju. W rezultacie akcja kredytowa dla firm mocno spowalnia (tak w USA, jak i w strefie euro), co może zakłócić procesy inwestycyjne w przedsiębiorstwach, czyli osłabić jeden z filarów stojących za miękkim lądowaniem światowej gospodarki (wykres 35).

Wykres 35: Dalsze zacieśnienie polityki kredytowej przez banki oraz spadek dynamiki kredytu dla przedsiębiorstw jest sporym zagrożeniem dla kontynuacji inwestycji w gospodarce USA.



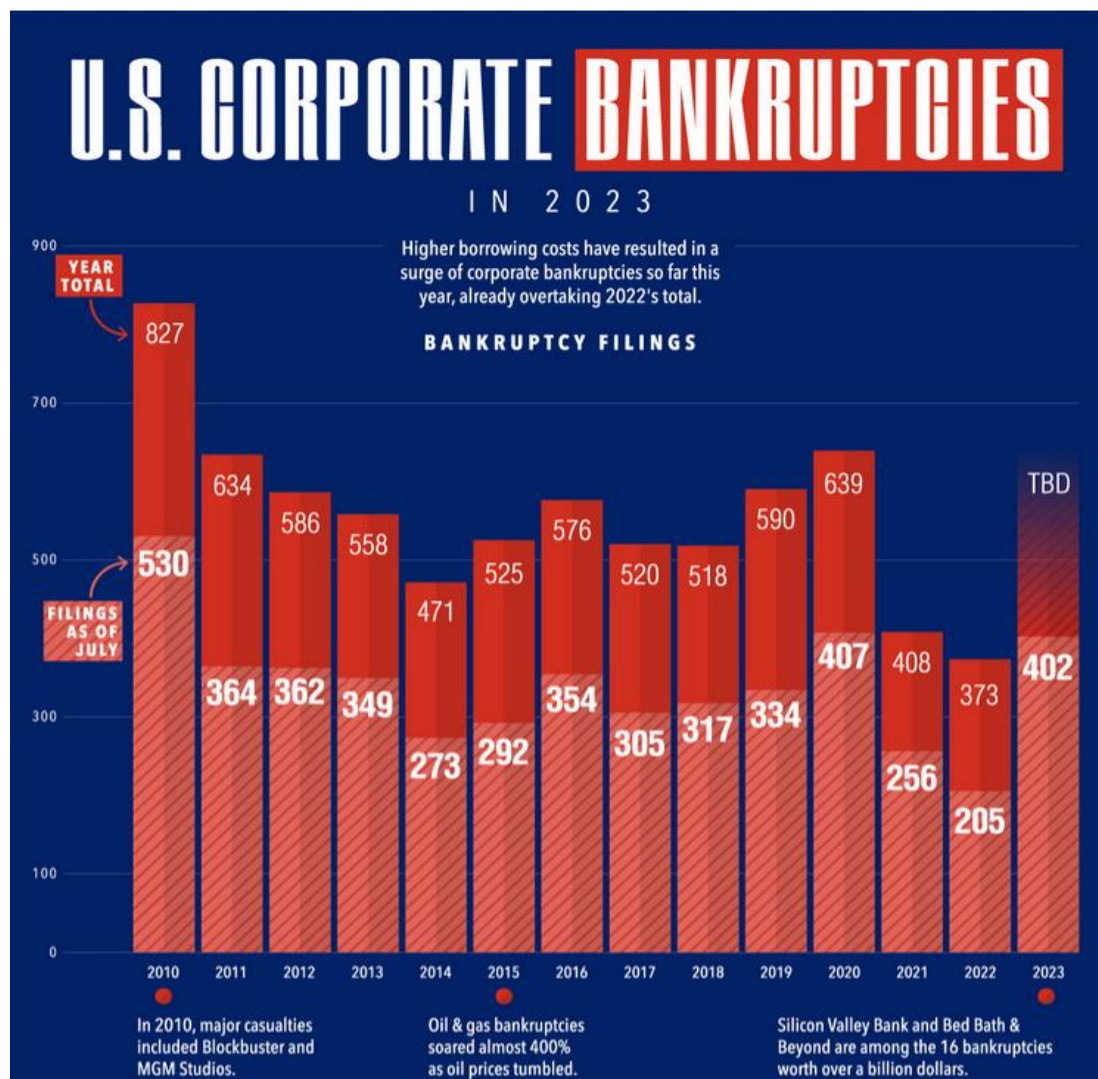
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Po trzecie, wyraźnie rośnie liczba bankructw (nie tylko w USA) oraz niewypłacalności obligacji korporacyjnych, czego na początku roku praktycznie nie odnotowywano. Co ciekawe, tak jak rynek obligacji skarbowych zdaje się pokładać wiarę w *soft landing* ignorując recesyjne zagrożenia, tak rynek obligacji typu *high yield* nic nie robi sobie z rosnącego ryzyka upadłości (wykresy 36-40).

Stock market to crash? Bankruptcy filings soar to 'dangerous levels'

<https://finbold.com/stock-market-to-crash-bankruptcy-filings-soar-to-dangerous-levels/>

Wykres 36: Coraz więcej firm w USA ogłasza bankructwa i to z różnych branż.



źródło: <https://www.visualcapitalist.com/visualized-u-s-corporate-bankruptcies-on-the-rise/>

Wykres 37: W 2023 roku jest wyraźnie więcej upadłości firm niż w ubiegłym roku.

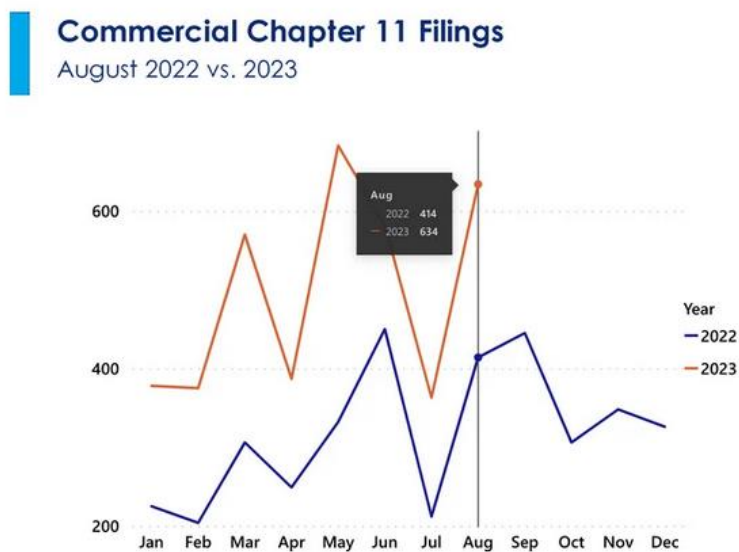


Image provided by [bankruptcy analytics](#)

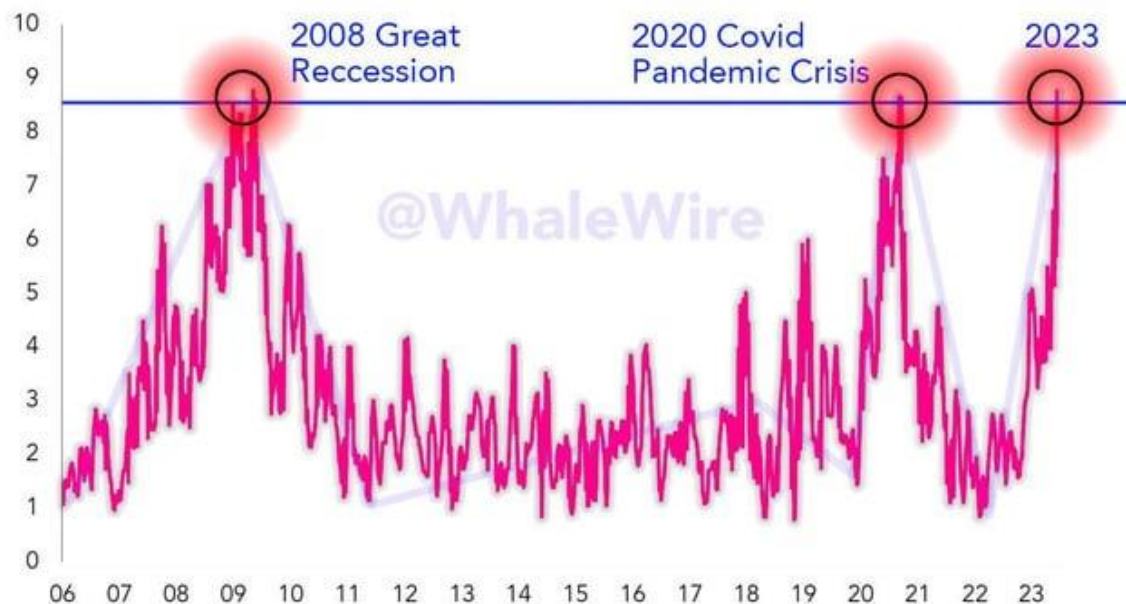
źródło: <https://bankruptcy.epiqglobal.com/blog/august-commercial-chapter-11-filings-increase-54-percent-over-last-year>

Wykres 38: Liczba wniosków o upadłość w USA przybrała kryzysowe rozmiary.

Bankruptcy Filings Surge to Dangerous Levels.



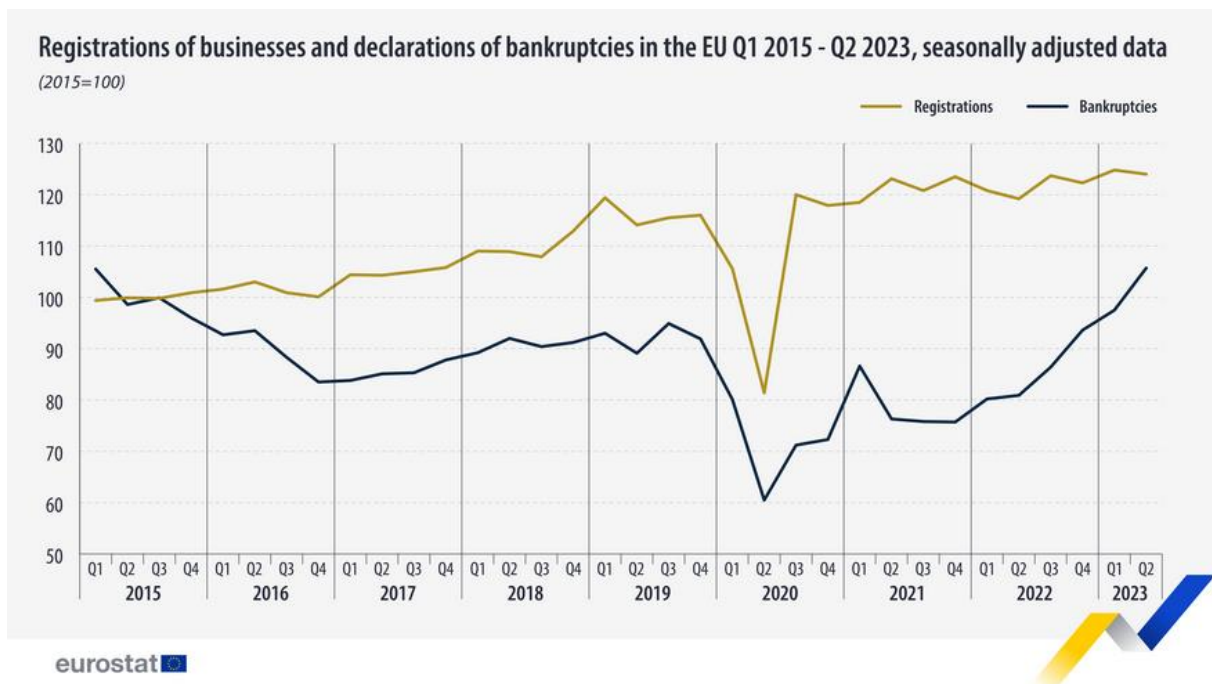
4-Week Moving Average of U.S. Bankruptcy Filings



2006 - 2023
Source: Apollo Research, WhaleWire

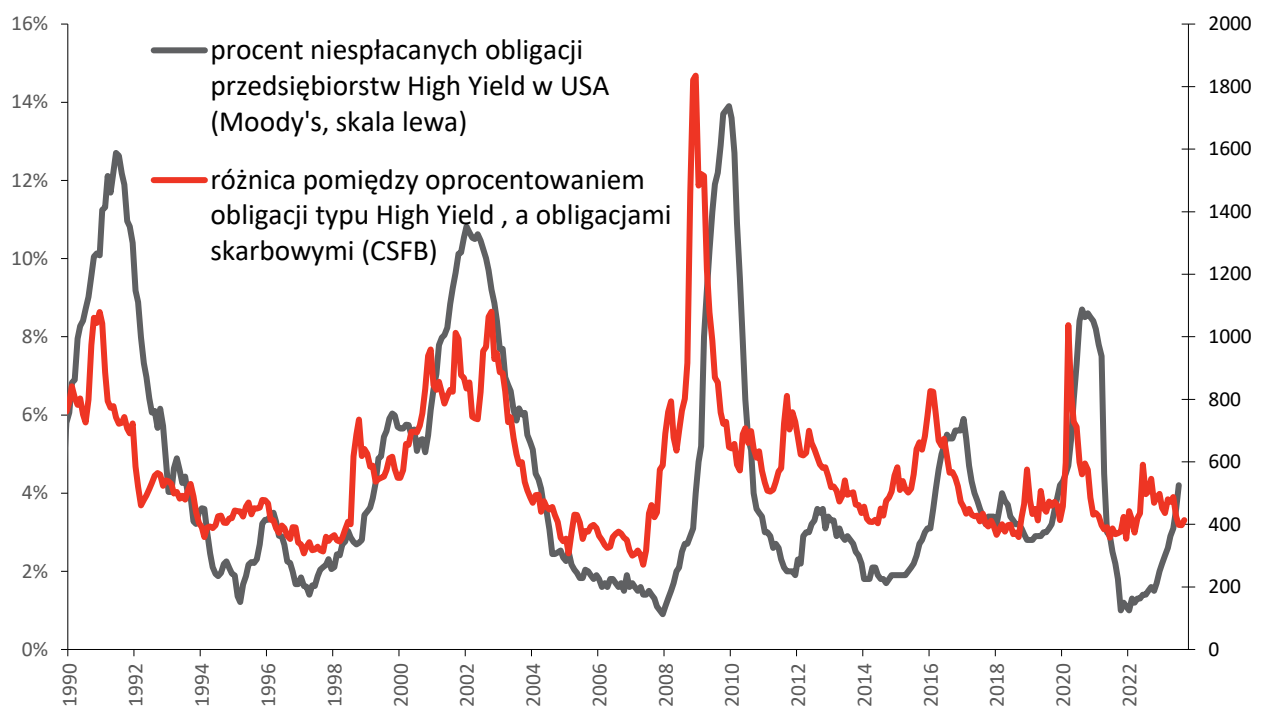
źródło: <https://finbold.com/stock-market-to-crash-bankruptcy-filings-soar-to-dangerous-levels/>

Wykres 39: W Europie skala upadłości firm jest największa od 2015 roku.



źródło: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-eurostat-news/w/ddn-20230817-1>

Wykres 40: Coraz więcej firm ma trudności z obsługą zadłużenia, ale rynek obligacji jeszcze to ignoruje.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Po czwarte, zauważalnie wzrosła skala problemów ze spłatą kart kredytowych oraz pożyczek samochodowych i konsumpcyjnych w USA, świadcząc o rosnących problemach po stronie konsumenta (wykres 41).

Delinquencies rise for credit cards and auto loans, and it could get worse

With interest rates going up, more consumers have missed payments on household debt

By [Tory Newmyer](#), [Aaron Gregg](#) and [Jaclyn Peiser](#)

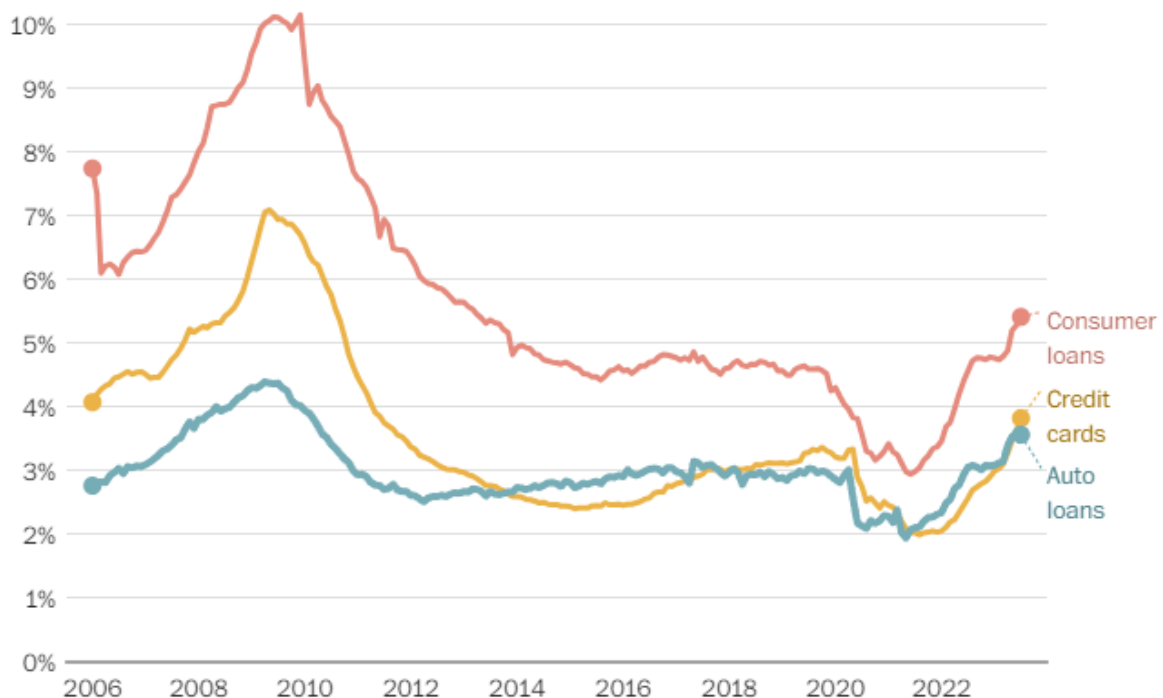
August 30, 2023 at 7:00 a.m. EDT

<https://www.washingtonpost.com/business/2023/08/30/delinquencies-credit-auto-loans/>

Wykres 41: Coraz bardziej widoczne problemy ze spłacalnością kredytów konsumpcyjnych w USA.

Delinquencies by type of debt, 2006-2023

Delinquencies on auto loans, credit cards and consumer loans are at their highest levels in a decade. Experts say they could rise even higher.



Source: Equifax/Moody's Analytics

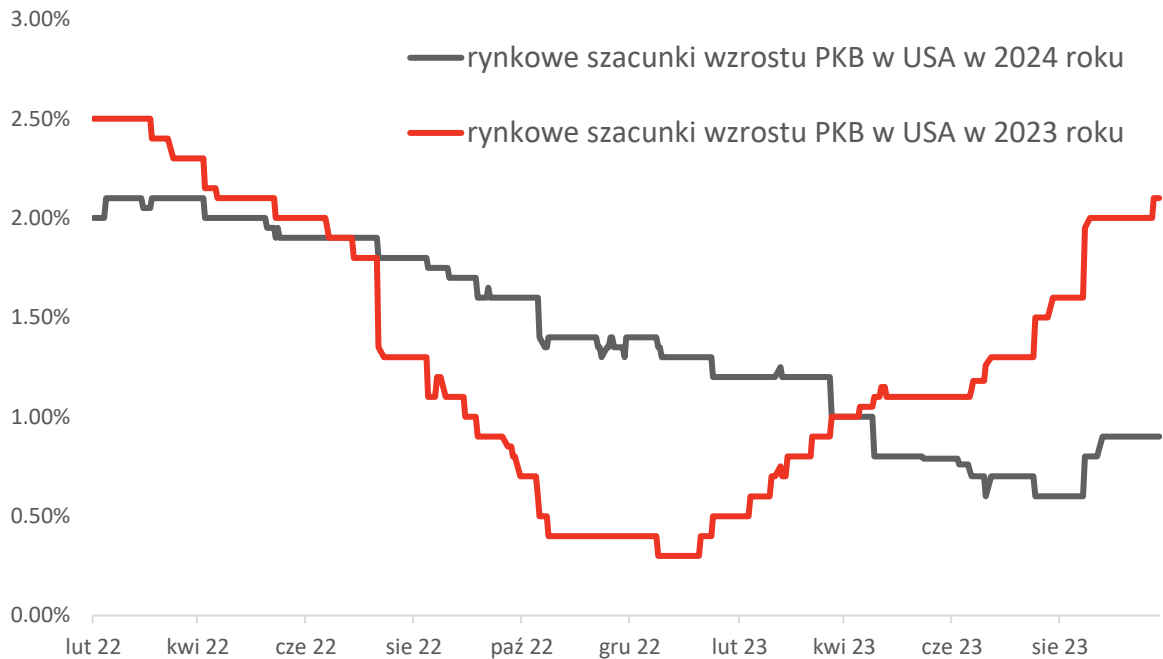
AARON GREGG / THE WASHINGTON POST

źródło: <https://twitter.com/KobeissiLetter/status/1698352086105084222>

Po piąte, trwająca od ponad roku, zapaść przemysłu i międzynarodowego handlu, choć jest jedynie efektem rozliczeń po pandemii, to jednak może odcisnąć piętno na całej gospodarce, jeśli będzie trwała dłużej. Nieśmiałe sygnały odreagowania są już, co prawda, widoczne w USA, ale to wciąż za mało, żeby spać spokojnie.

Po szóste, ekonomiści liczą się ze spowolnieniem wzrostu PKB w USA w 2024 roku z 2% do 1%, co daje niewielki margines błędu, jeśli świat ma uniknąć recesji (wykres 42).

Wykres 42: Wzrost PKB w USA w 2024 roku ma być wyraźnie niższy niż w 2023 roku.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

O tym, jak inwestorzy mogą reagować na nieco twardsze lądowanie gospodarki w 2024 roku niech świadczy przykład najgorszej spółki z indeksu S&P500 w tym roku – Dollar General, której akcje zaliczyły spadek o niemal 60%. Ta sieć sklepów dyskontowych, obecna w mniejszych miastach i wsiach w USA, już dziś musi borykać się z mocno spadającą marżą operacyjną (wyższe płace, spore zapasy, liczne kradzieże, pogorszenie w strukturze preferencji zakupowych klientów) i szybko rosnącymi kosztami finansowymi. W rezultacie nominalny zysk spółki będzie w tym roku niższy o prawie 30% w relacji do ubiegłorocznych rekordów wynikowych. Z ich punktu widzenia trudno to nazwać miękkim lądowaniem (wykresy 43-45).

Dollar General Misses Estimates on Softer Sales, Higher Expenses, and Theft

By [BILL MCCOLL](#) Published August 31, 2023

<https://www.investopedia.com/dollar-general-misses-estimates-on-soft-sales-higher-expenses-and-theft-7964181>

Wykres 43: Pomimo tegorocznej hossy na głównych indeksach, wiele spółek odnotowuje znaczące przeceny notowań. Wśród nich – Dollar General, najgorsza spółka z indeksu S&P500 w tym roku.

| | | | |
|-----|------------------------------|------|-----------|
| 489 | PFIZER INC | PFE | ▼ -36.77% |
| 490 | VF CORP | VFC | ▼ -38.14% |
| 491 | ORGANON + CO | OGN | ▼ -38.24% |
| 492 | KEYCORP | KEY | ▼ -40.13% |
| 493 | COMERICA INC | CMA | ▼ -40.18% |
| 494 | WALGREENS BOOTS ALLIANCE INC | WBA | ▼ -43.44% |
| 495 | ESTEE LAUDER COMPANIES CL A | EL | ▼ -43.73% |
| 496 | AES CORP | AES | ▼ -44.85% |
| 497 | MODERNA INC | MRNA | ▼ -45.37% |
| 498 | INSULET CORP | PODD | ▼ -45.89% |
| 499 | FMC CORP | FMC | ▼ -46.28% |
| 500 | ETSY INC | ETSY | ▼ -48.35% |
| 501 | ENPHASE ENERGY INC | ENPH | ▼ -55.03% |
| 502 | SOLAREEDGE TECHNOLOGIES INC | SEDG | ▼ -55.07% |
| 503 | DOLLAR GENERAL CORP | DG | ▼ -57.04% |

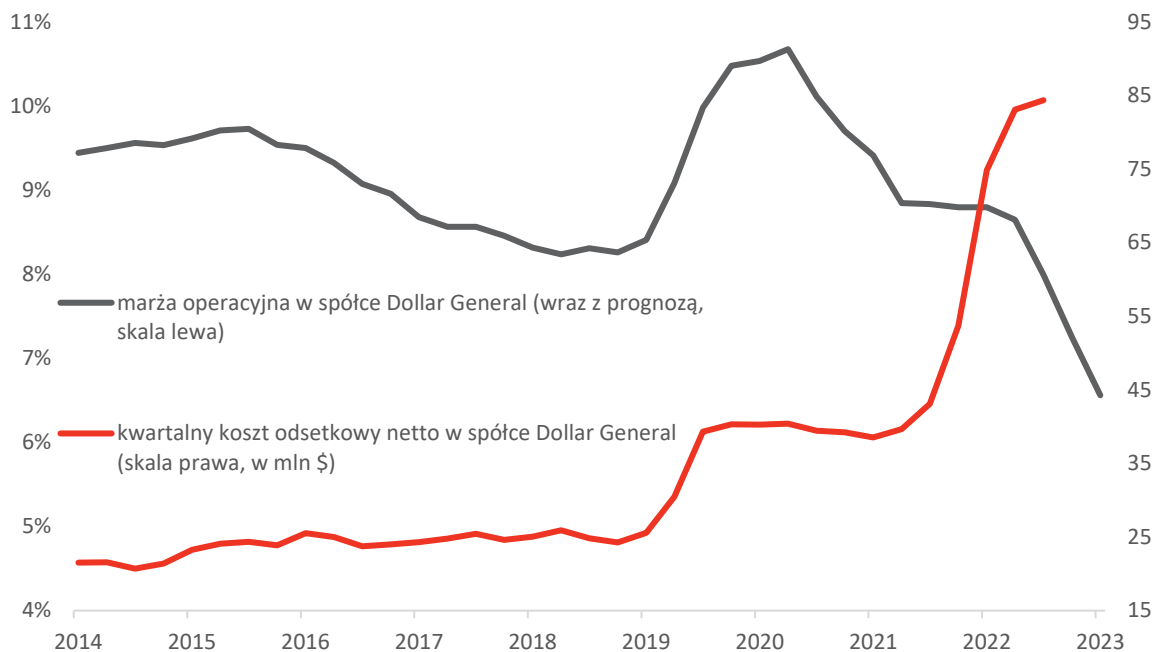
źródło: <https://www.slickcharts.com/sp500/performance>

Wykres 44: Notowania spółki Dollar General spadły w tym roku o 60% w reakcji na 30% spadek zysków.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 45: Spadające marże operacyjne i szybko rosnące koszty finansowe. Tak wygląda w niektórych spółkach twarde, a nie miękkie lądowanie.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Podsumowując, im dłużej trwa przemysłowa zapaść związana z rozliczeniami po pandemii, tym bardziej rośnie ryzyko, że to co dziś uznajemy za miękkie lądowanie okaże się jedynie preludium do twardej konfrontacji z rzeczywistością. W takim wypadku jednak to długoterminowe obligacje powinny wysłać sygnał ostrzegawczy dokonując zmiany trwającego od prawie trzech lat trendu i doświadczyć spadku rentowności. Póki co tego sygnału nie wysłały.

US economy shows resilience, but is soft landing a strong possibility?

<https://www.livemint.com/economy/us-economy-shows-resilience-but-is-soft-landing-a-strong-possibility-11695631267714.html>

Soft landing before hard landing?

<https://www.linkedin.com/pulse/soft-landing-before-hard-nikhil-supekar>

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