



Komentarz miesięczny

Zarządzającego Funduszami Investors TFI

Jarosław Niedzielewski

Dyrektor Departamentu Inwestycji

Wrzesień 2024



Podsumowanie

- ✦ Tegoroczne wakacje na światowych rynkach finansowych miały zdecydowanie mało wakacyjny przebieg. Optymistyczny początek lipca (nowe rekordy indeksów akcji) miesiąc później przerodził się w krach, który wprowadził inwestorów w tryb paniki. Rozbudzenie obaw recesyjnych wpłynęło na gwałtowną zmianę oczekiwań, co do obniżek stóp procentowych w USA. Zanim jednak inwestorzy na serio zaczęli przejmować się bessą indeksy akcji zdołały w imponujący sposób odrobić większość strat. Początek września sugeruje, że również po sezonie urlopowym nudno nie będzie.
- ✦ Wzrost rynkowej zmienności z przełomu lipca i sierpnia był porównywalny jedynie z chaosem, jaki zapanował na rynkach w marcu 2020 roku w obliczu pandemii. W takich warunkach trudno się dziwić, że w ciągu zaledwie tygodnia odsetek rynkowych optymistów w ankiecie przeprowadzanej wśród inwestorów instytucjonalnych spadł o kilkanaście punktów procentowych, najwięcej w historii tych statystyk. Paniczne nastroje wyparowały jednak równie szybko jak się pojawiły. Odreagowanie na giełdach było bardzo silne i dynamiczne. Towarzyszył mu wzrost wolumenu transakcji oraz poprawa w szerokości rynku, co można traktować jako dobry prognostyk na przyszłość.
- ✦ Ponownie pojawiły się rozczarowujące dane z amerykańskiego przemysłu, wskazującego na kontynuację trwającej już niemal dwa lata stagnacji w tej sferze gospodarki. To jednak słabszy odczyt dotyczący przyrostu zatrudnienia oraz wyraźny wzrost stopy bezrobocia były głównymi powodami zmiany rynkowych przekonań co do możliwego przekształcenia się miękkiego lądowania gospodarki w twarde przyziemienie.
- ✦ Problem w tym, że reguła Sahm (moim zdaniem) nie jest typowym wskaźnikiem wyprzedzającym w przeciwieństwie do na przykład zmian w nachyleniu krzywej rentowności. Reguła ta wskazuje nie na nadchodzącą recesję, ale na to, że ona już tu jest. Jak jednak miała się rozpocząć prawdziwa recesja w USA w połowie tego roku, skoro w drugim kwartale amerykański PKB wciąż rósł rok do roku o około 3%?
- ✦ W każdej dotychczasowej recesji silny wzrost bezrobocia był wynikiem słabości korporacyjnych fundamentów. Jednym z przejawów takiego pogorszenia był prognozowany spadek marż i nominalnych zysków w kolejnych kwartałach. Zarówno w 2001, jak i w 2008 roku ten proces (spadek oczekiwanych zysków w następnych 12 miesiącach) był już dość zawansowany, gdy reguła Sahm została naruszona, a recesja stała się faktem. Dziś nie ma takiego sygnału. Oczekiwania co do przychodów, zysków i marż, na lata 2024-2026 dla spółek nie tylko z indeksu S&P500 pozostają rekordowo wysokie. Jeśli zaczną się to zmieniać, będziemy musieli obwieścić: Houston, mamy problem! Póki co jednak to, czego doświadczamy, to jedynie turbulencje i należy mocniej zapiąć pasy.

Komentarz miesięczny: Wrzesień 2024

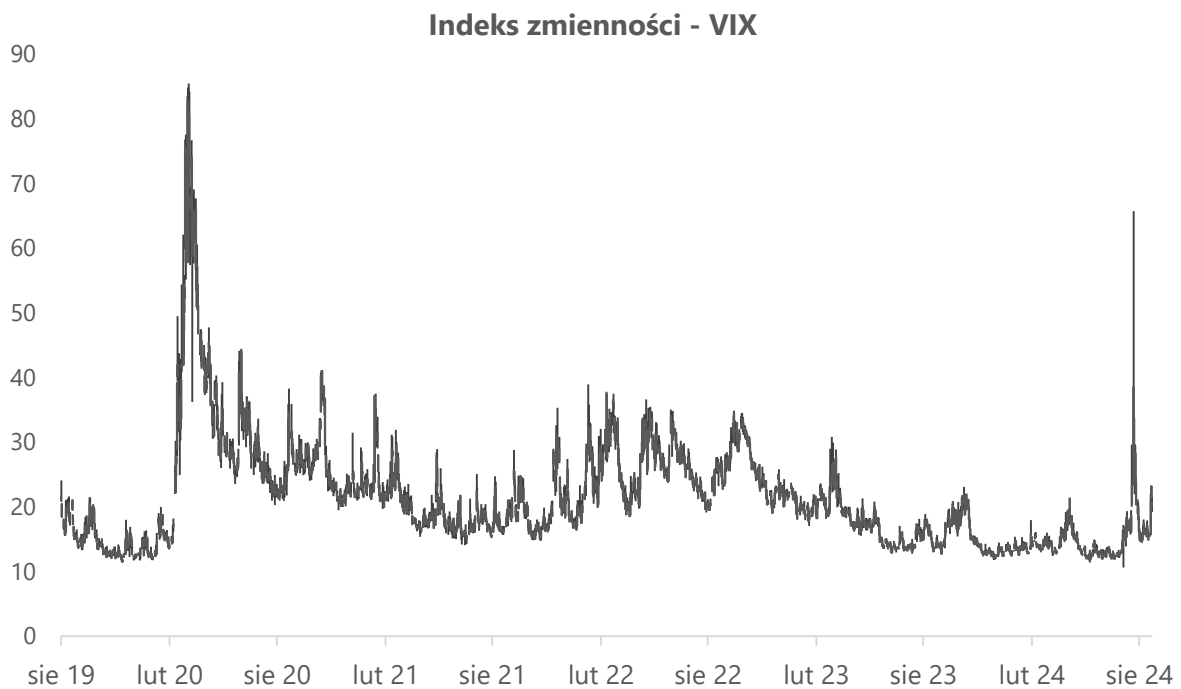
Tegoroczne wakacje na światowych rynkach finansowych miały zdecydowanie mało wakacyjny przebieg. Optymistyczny początek lipca (nowe rekordy indeksów akcji) miesiąc później przerodził się w krach, który wprowadził inwestorów w tryb paniki. Rozbudzenie obaw recesyjnych wpłynęło na gwałtowną zmianę oczekiwań, co do obniżek stóp procentowych w USA. Zanim jednak inwestorzy na serio zaczęli przejmować się bessą indeksy akcji zdołały w imponujący sposób odrobić większość strat. Początek września sugeruje, że również po sezonie urlopowym nudno nie będzie.



Wzrost rynkowej zmienności z przełomu lipca i sierpnia był porównywalny jedynie z chaosem, jaki zapanował na rynkach w marcu 2020 roku w obliczu pandemii (wykresy 1-2). Do wakacji przez półtora roku nie było sesji, która zakończyłaby się spadkiem indeksu S&P500 o więcej niż 2%. W połowie sezonu urlopowego w odstępie kilku dni wystąpiły aż dwie takie sesje (wykres 2). Największe wrażenie na inwestorach wywarł jednak krach na tokijskiej giełdzie (5 sierpnia główny indeks spadł o 12%), który skalą ustępował jedynie tąpnięciu z Czarnego Poniedziałku w październiku 1987 roku. W takich warunkach trudno się dziwić, że w ciągu zaledwie tygodnia odsetek rynkowych optymistów w ankiecie przeprowadzanej wśród inwestorów instytucjonalnych spadł o kilkanaście punktów procentowych, najwięcej w historii tych statystyk (wykresy 4-6).



Wykres 1: W połowie wakacji inwestorzy na rynkach akcji prawie weszli w tryb paniki wyceniając największy skok zmienności od pandemicznego krachu.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 2: Po miesiącach spokojnej wspinaczki na szczyty, na Wall Street zrobiło się nerwowo.

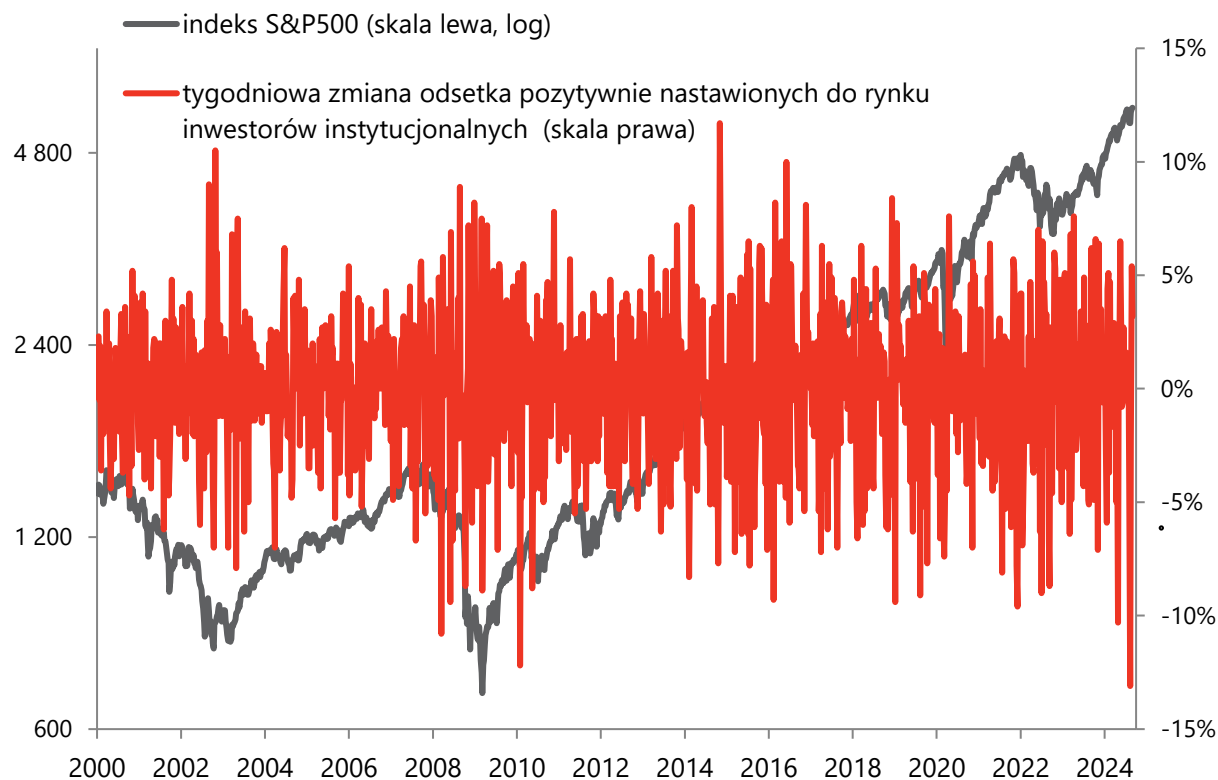


źródło: Bloomberg, obliczenia własne

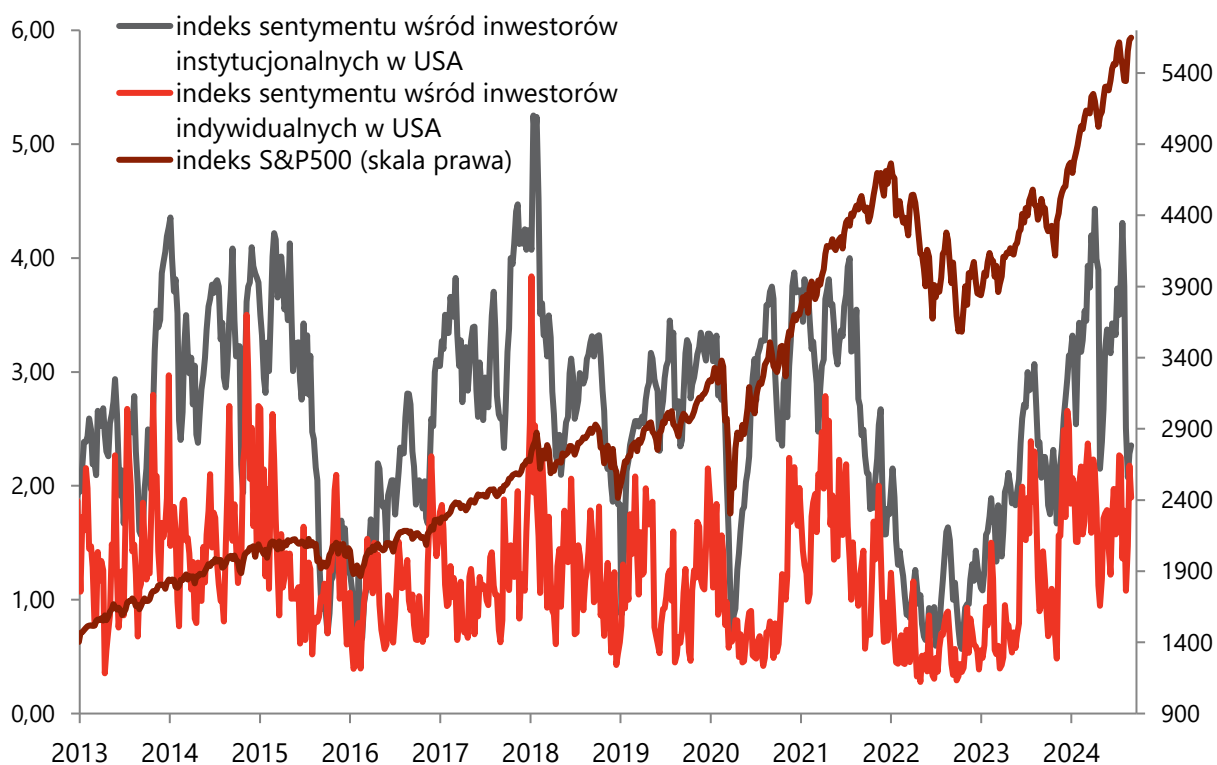
Wykres 3: Po wielu miesiącach bez spadku indeksu S&P500 większego niż 2% w połowie wakacji zdarzyły się aż dwie tak silne sesje spadkowe.



Wykres 4: W ciągu tygodnia odsetek optymistów na Wall Street znacząco stopniał.

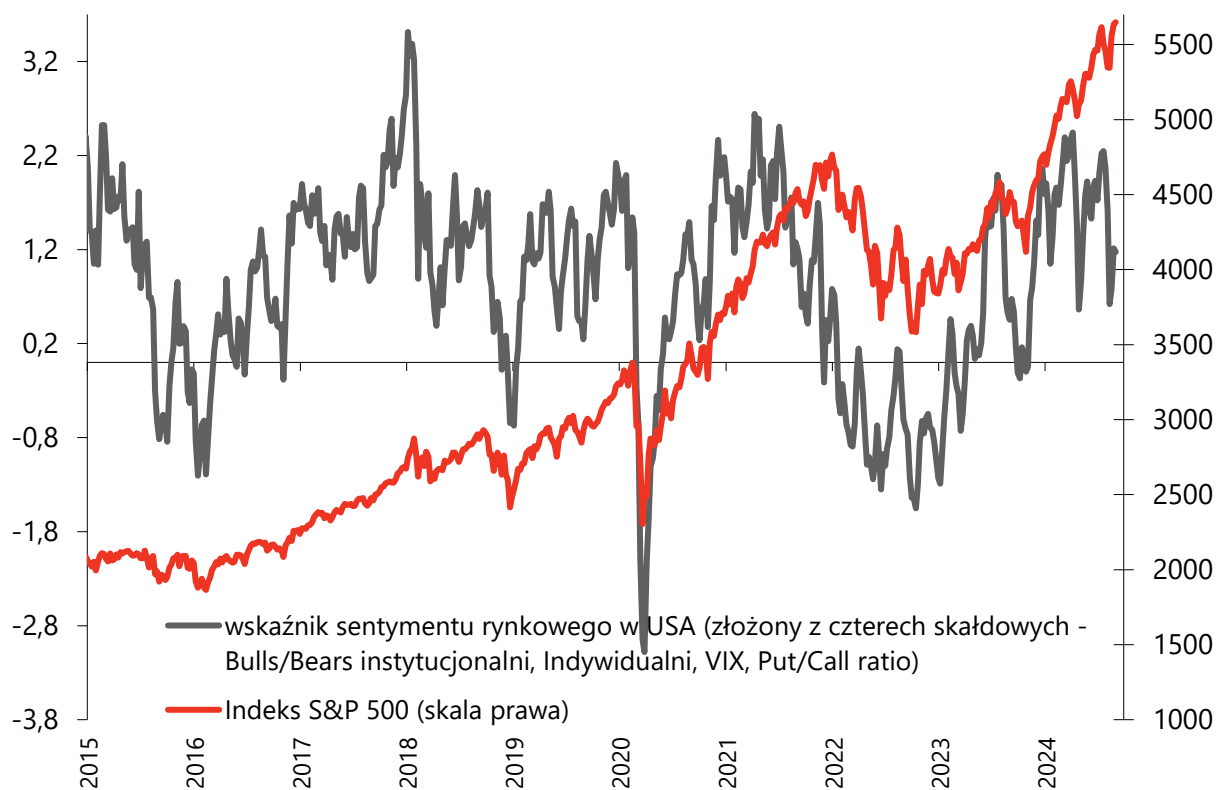


Wykres 5: Nastroje wśród inwestorów podlegały ostatnio znaczącym wahaniom.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

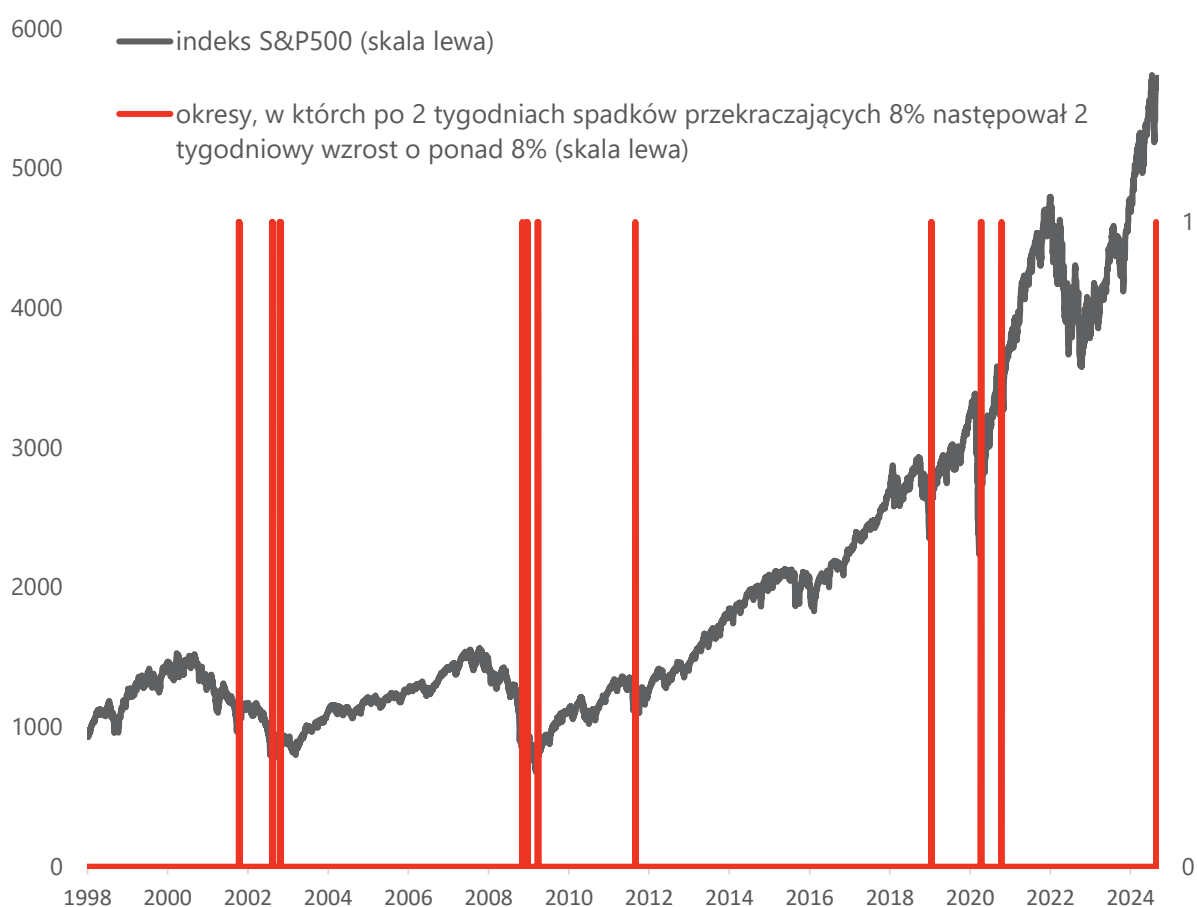
Wykres 6: Sentyment do rynków akcji nieco się pogorszył po wakacyjnych turbulencjach.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Paniczne nastroje wyparowały jednak równie szybko jak się pojawiły. Odreagowanie na giełdach było bardzo silne i dynamiczne. Wzrosty indeksu S&P500 o analogicznej charakterystyce (ponad 8% w dwa tygodnie) poprzedzone podobnymi spadkami (ponad 8% także w dwa tygodnie), to stosunkowo rzadkie zjawisko (kilka razy w ciągu ostatnich 30 lat), które zazwyczaj zapowiadało dalsze wzrosty (wykres 7). Dodatkowo, sierpniowemu odreagowaniu na Wall Street towarzyszył wzrost wolumenu transakcji oraz poprawa w szerokości rynku, co również można traktować jako potwierdzenie znaczenia wzrostowych tendencji i dobry prognozyk na przyszłość (wykresy 8-10).

Wykres 7: Szybkie i silne odbicie indeksu S&P500 po gwałtownym i równie znaczącym spadku zazwyczaj było dobrym prognozykiem na przyszłość.



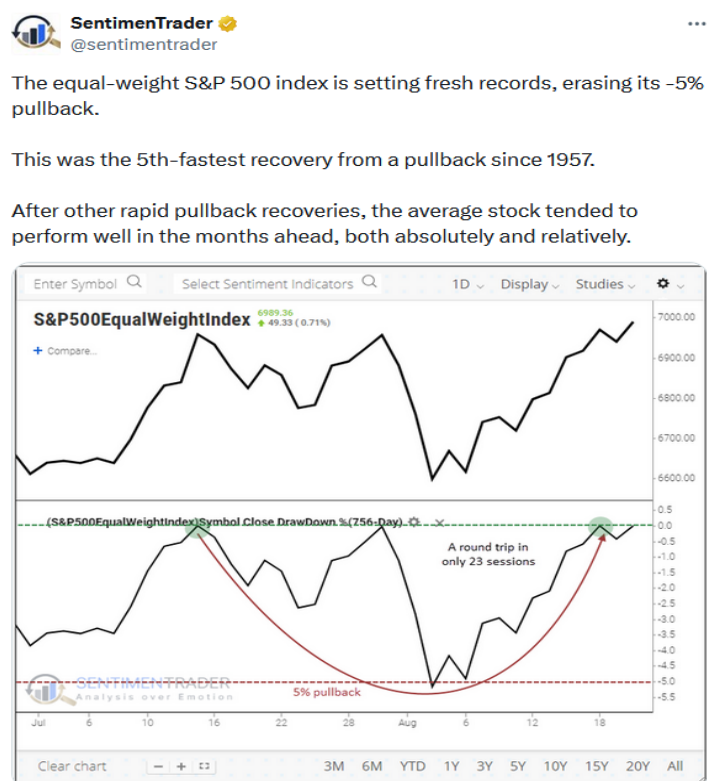
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 8: Sierpniowe odreagowanie na Wall Street poparte było rosnącymi obrotami.



źródło: <https://x.com/sentimentrader>

Wykres 9: Przeciętna spółka z indeksu S&P500 szybko odrobiła straty po wakacyjnym krachu.



źródło: <https://x.com/sentimentrader/status/1828418871411216604>

Wykres 10: Podczas sierpniowego odbicia na Wall Street poprawiła się szerokość rynku.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Co więcej, choć większość technologicznych spółek nie zdołała odrobić poniesionych strat, to z perspektywy przeciętnej amerykańskiej spółki (reprezentowanej przez indeksy S&P500 oraz Russell 1000 z równymi wagami spółek) sytuacja przedstawia się zdecydowanie lepiej. Pod koniec sierpnia notowania przeciętnej (choć raczej większej niż mniejszej) spółki z Wall Street wyznaczyły nowe rekordy (wykres 11).

Optymizmem napawać może też stosunkowo dobre zachowanie mniejszych i średnich spółek podczas wakacyjnych turbulencji (wykres 12).

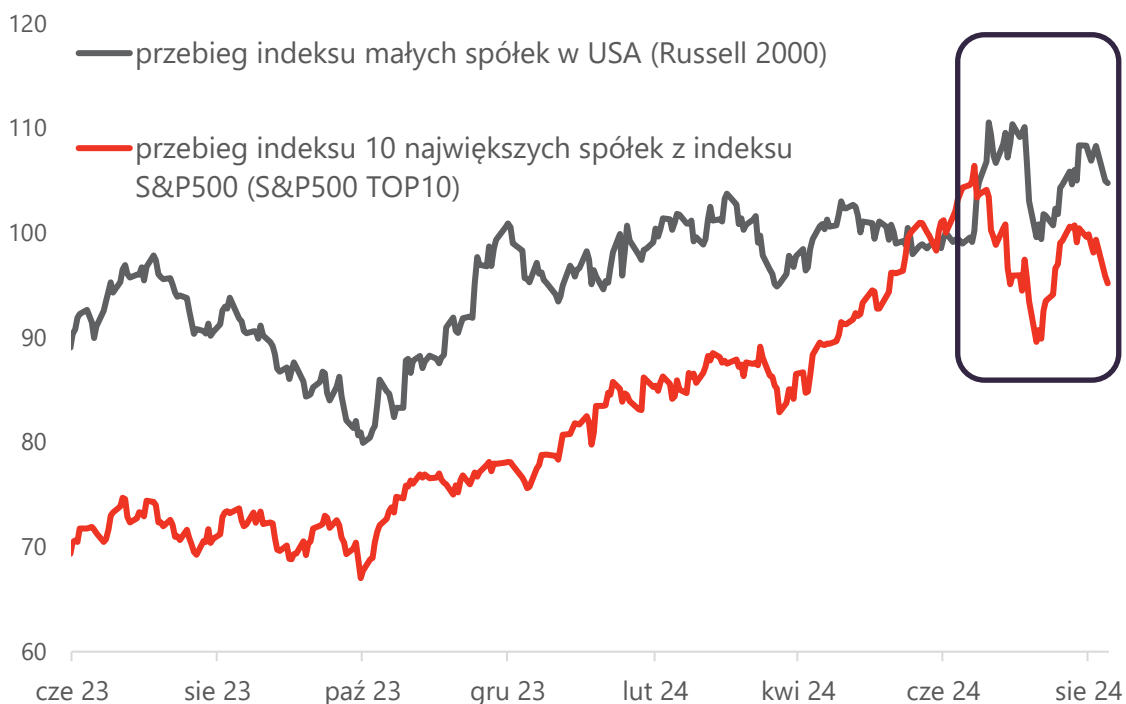
Ich względną siłę można uznać za zaskoczenie biorąc pod uwagę główny powód sierpniowych spadków, czyli nagłe pojawienie się obaw o wejście amerykańskiej gospodarki w prawdziwą recesję (wykres 13-15).

Wykres 11: Przeciętna amerykańska spółka zachowywała się ostatnio znacznie lepiej niż technologiczni liderzy.



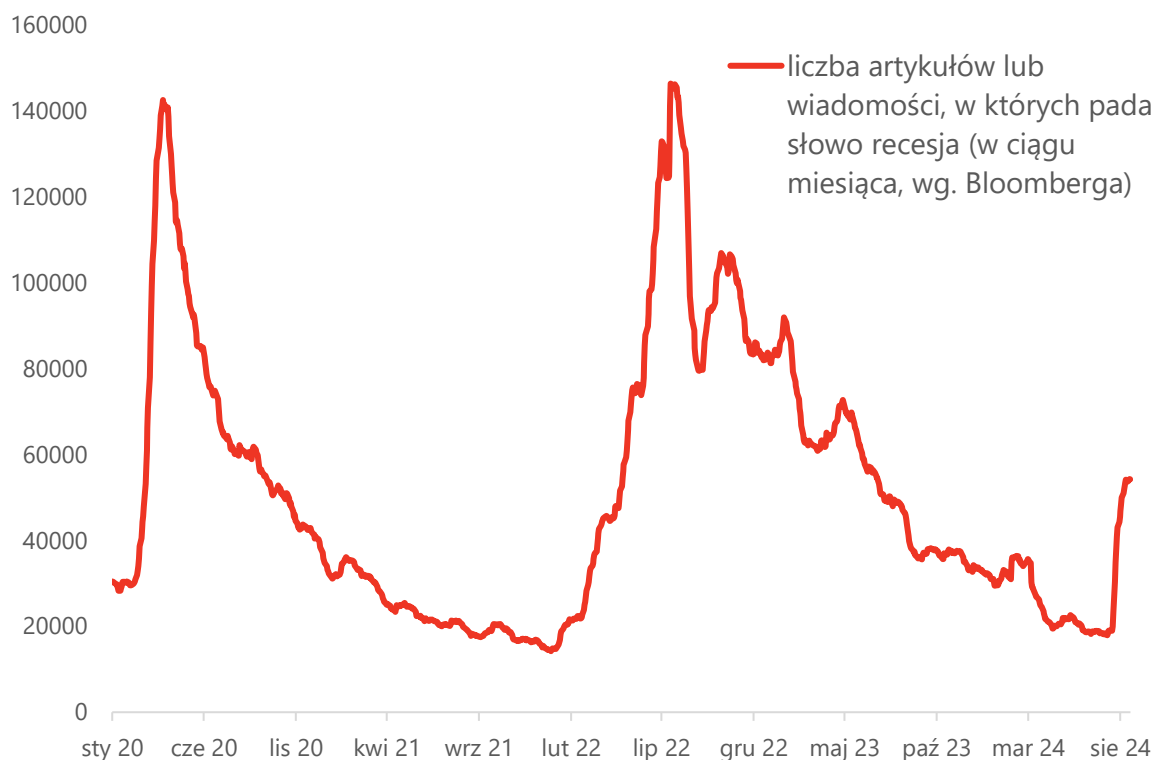
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 12: Małe i średnie spółki w USA poradziły sobie z wakacyjnymi turbulencjami lepiej niż duże spółki.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 13: Inwestorzy znowu zaczęli mówić i czytać o potencjalnej recesji.

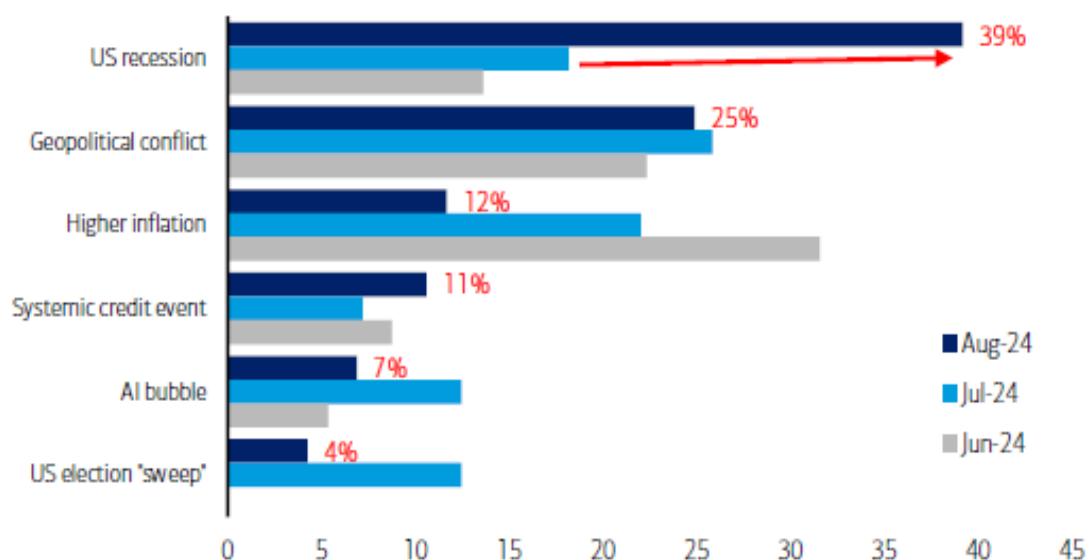


źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 14: Recesja powróciła jako główne zagrożenie dla portfeli inwestorów.

Chart 9: US recession overtakes geopolitical conflict as the #1 tail risk

What do you consider the biggest 'tail risk'?



Source: BofA Global Fund Manager Survey

BofA GLOBAL RESEARCH

źródło: Bank of America

Wykres 15: Zarządzający wyraźnie obniżyli w sierpniu oczekiwania co do wzrostu gospodarczego na świecie.

Chart 2: Global growth expectations at 8-month low

Net % FMS expecting the global economy to get stronger next 12 months & S&P 500 YoY% change



Source: BofA Global Fund Manager Survey, Bloomberg

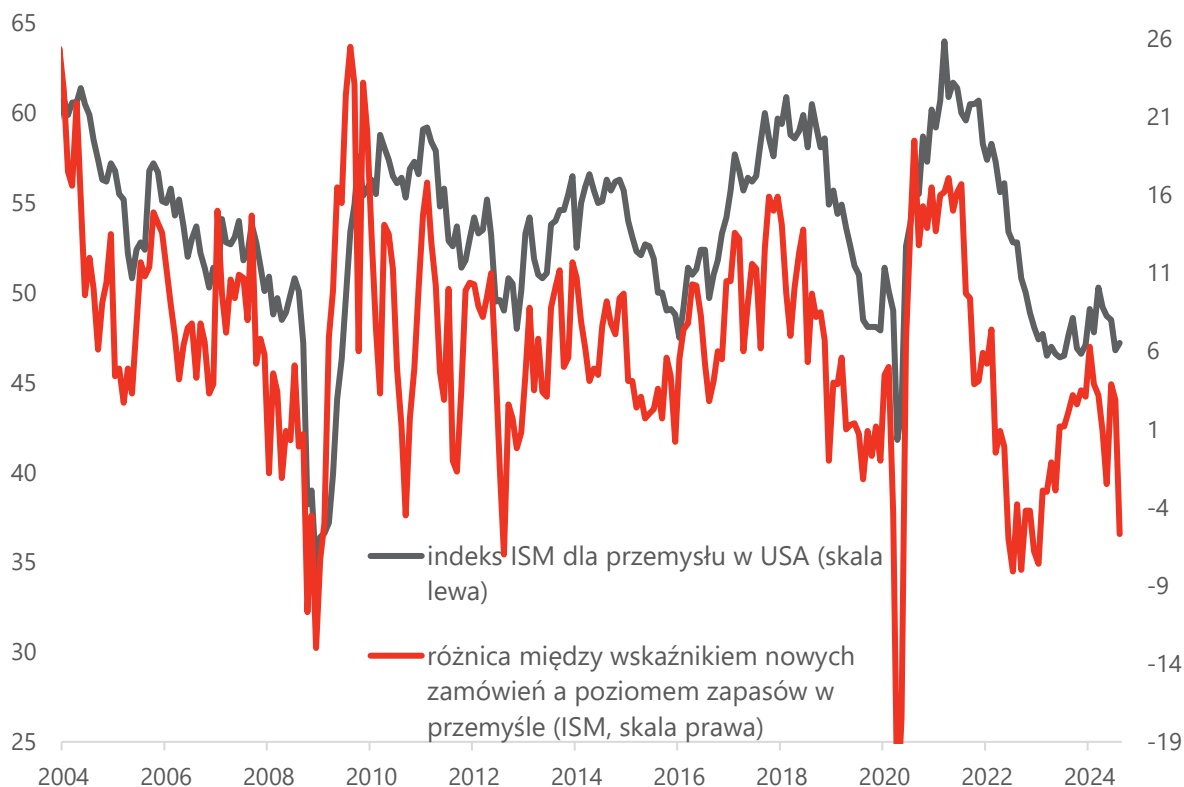
BofA GLOBAL RESEARCH

źródło: Bank of America

Na przełomie lipca i sierpnia ponownie pojawiły się rozczarowujące dane z amerykańskiego przemysłu, wskazującego na kontynuację trwającej już niemal dwa lata stagnacji w tej sferze gospodarki (wykres 16-19). To słabszy odczyt dotyczący przyrostu zatrudnienia oraz wyraźny wzrost stopy bezrobocia były jednak głównymi powodami zmiany rynkowych przekonań co do możliwego przekształcenia się miękkiego lądowania gospodarki w twarde przyziemienie (wykresy 20-21).

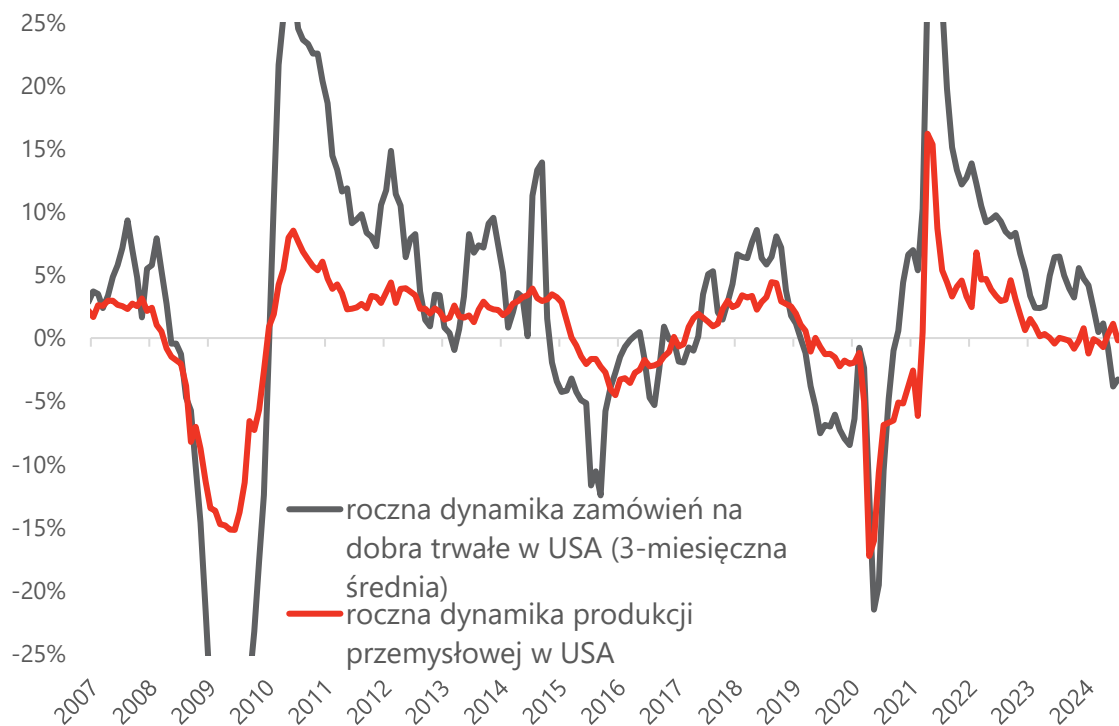
Przebiecie reguły Sahm („Jeżeli trzymiesięczna średnia ze stopy bezrobocia jest przynajmniej 0,5 pkt. procentowego powyżej minimum tej trzymiesięcznej średniej z poprzednich 12 miesięcy, wówczas jesteśmy na początku recesji.”) w wyniku skoku stopy bezrobocia w USA do poziomu 4,3 % wystraszyło nawet optymistów, gdyż historycznie takie wydarzenie było jednoznacznym sygnałem recesji w amerykańskiej gospodarce. To nagłe wybudzenie z iluzji silnego rynku pracy w USA stało za zwiększeniem przez bank Goldman Sachs prawdopodobieństwa wystąpienia (w ciągu roku) recesji w Stanach Zjednoczonych z 15% do 25% (wykres 22).

Wykres 16: Dane z amerykańskiego przemysłu wciąż zawodzą nie pokazując wyraźnego odbicia.



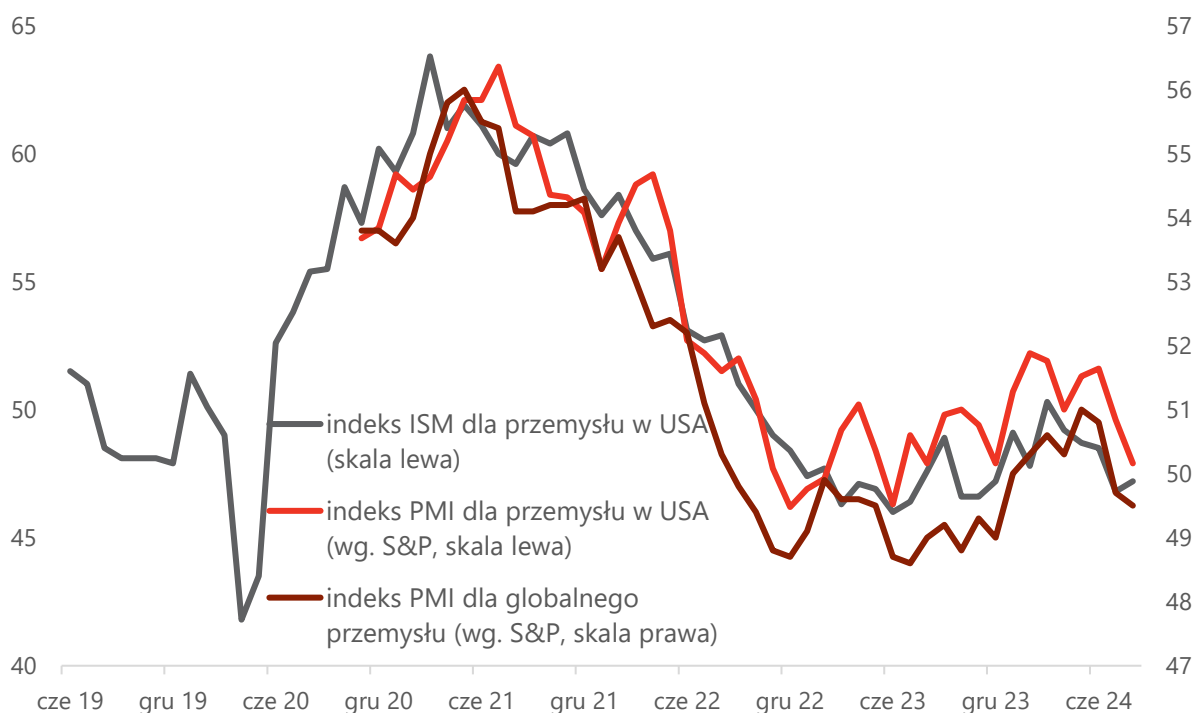
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 17: Póki co w amerykańskim przemyśle wciąż panuje stagnacja.



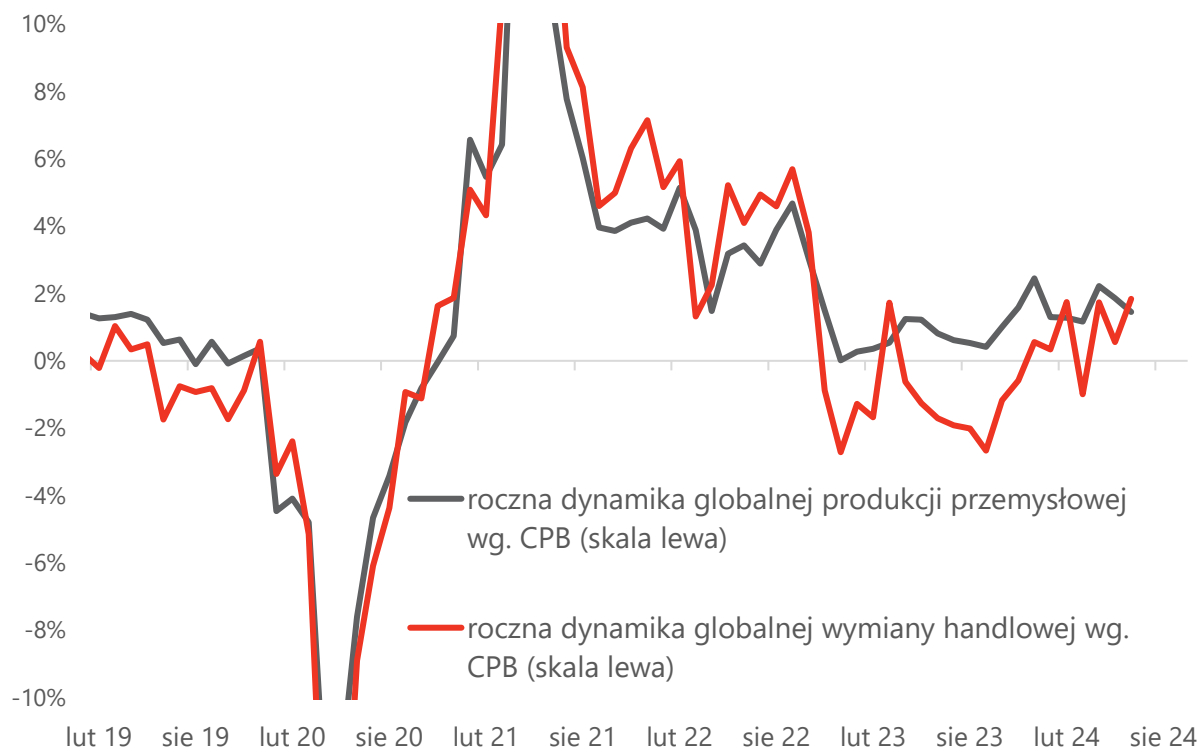
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 18: Słabość przemysłowego odrodzenia jest widoczna także poza USA.



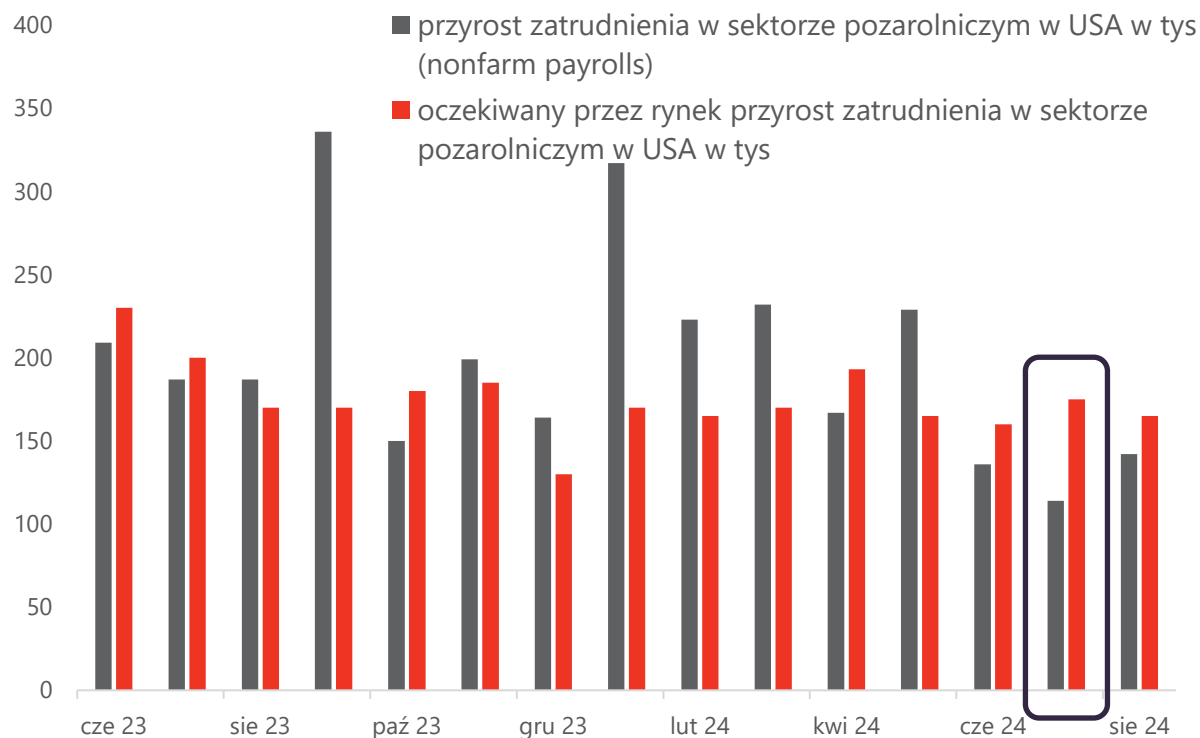
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 19: Lekka poprawa w globalnym handlu to wciąż za mało, żeby rozruszać przemysł.



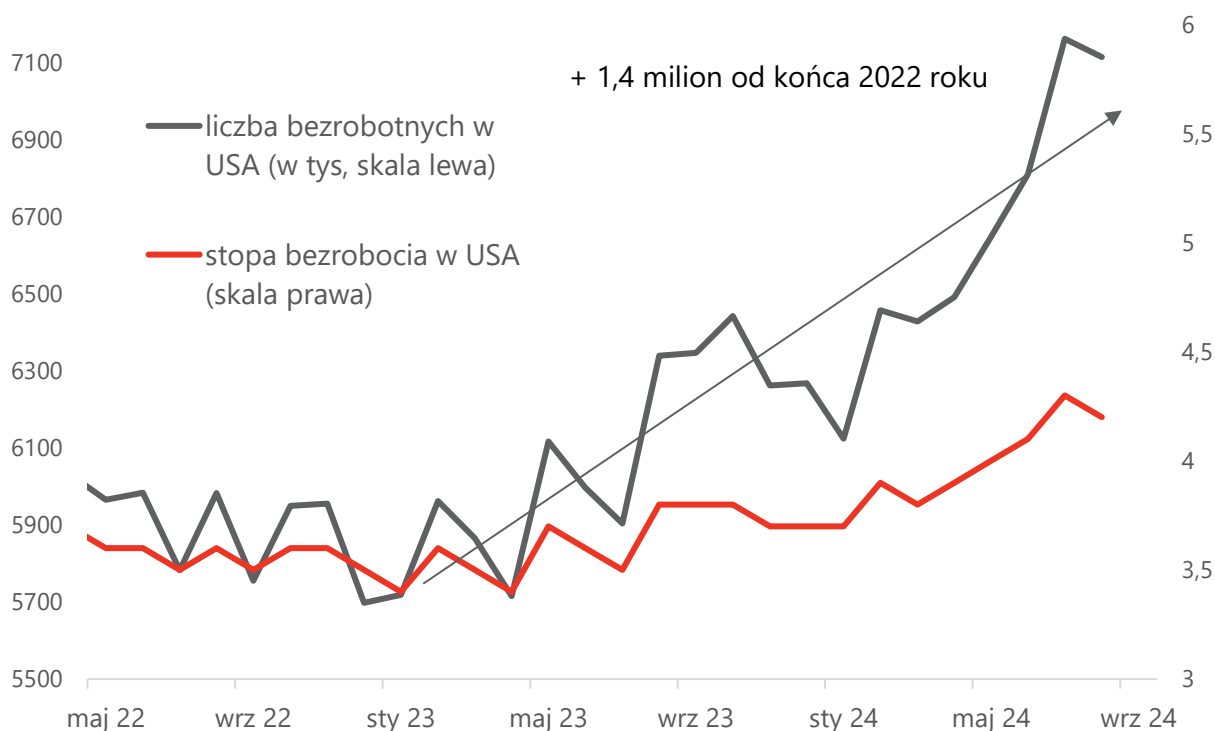
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 20: Do niedawna przyrost zatrudnienia w USA był oczekiwania, ale ostatnio ten trend się odwrócił.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 21: W ostatnich miesiącach nastąpił wyraźny wzrost liczby bezrobotnych w USA i podniesienie stopy bezrobocia.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Goldman Sachs raises U.S. recession odds to 25% from 15%

BY **SIMON KENNEDY AND BLOOMBERG**

August 5, 2024 at 12:36 AM GMT+2



<https://fortune.com/2024/08/04/recession-outlook-probability-25-percent-2025-us-economy-fed-rate-cuts/>

Recession Odds Climb to 25% After Weak Jobs Number, Goldman Sachs Says

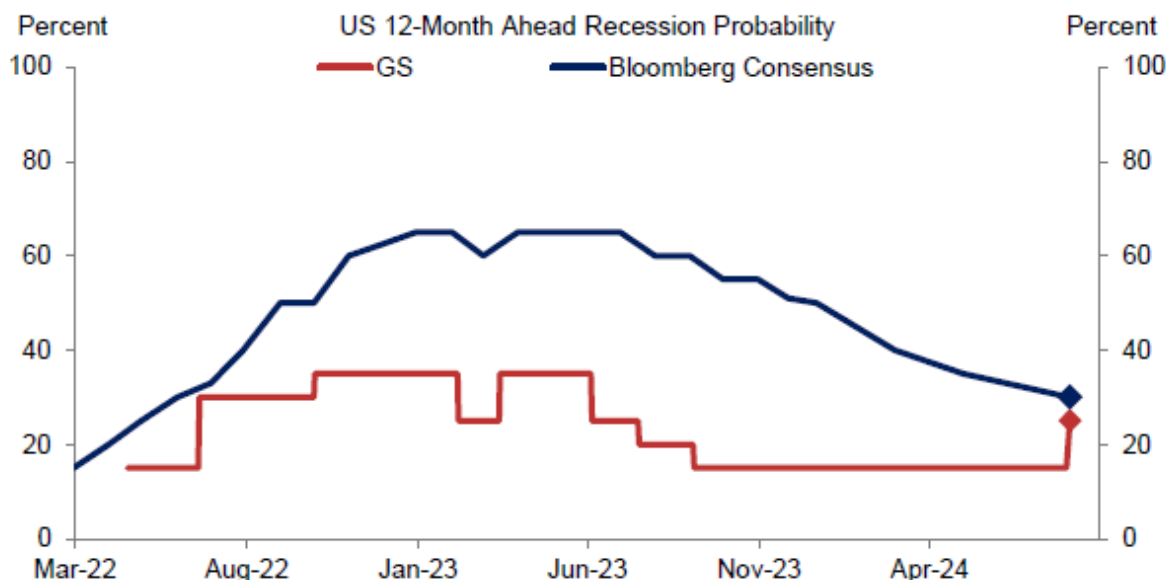
By **George Glover** [Follow](#)

Updated Aug 05, 2024, 5:16 pm EDT / Original Aug 05, 2024, 6:12 am EDT

<https://www.barrons.com/articles/fed-goldman-recession-rates-16bf36fc>

Wykres 22: W obliczu kilku słabszych danych z gospodarki Goldman Sachs podniósł prawdopodobieństwo recesji w USA.

Exhibit 8: We Raised Our 12-Month Recession Probability by 10pp to 25%, but Still See Downside Risks as Limited Because the Economic Data Do Not Look Weak Overall and the Fed Has Plenty of Room to Cut

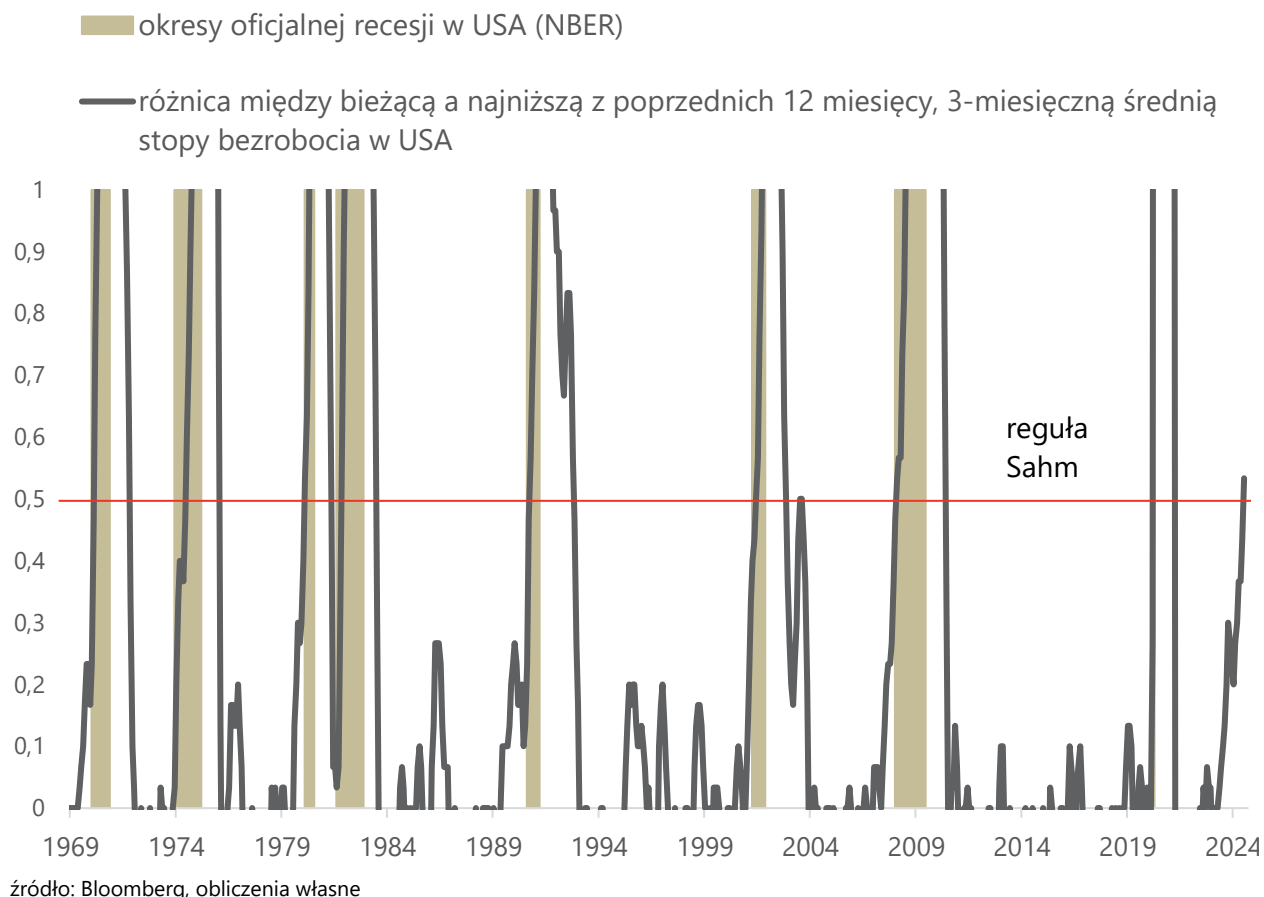


Source: Goldman Sachs Global Investment Research, Bloomberg

źródło: Goldman Sachs

Problem w tym, że reguła Sahm (moim zdaniem) nie jest typowym wskaźnikiem wyprzedzającym (jak to definiuje np. Wikipedia) w przeciwieństwie do na przykład zmian w nachyleniu krzywej rentowności. Reguła ta wskazuje nie na nadchodzącą recesję, ale na to, że ona już tu jest (wykres 23).

Wykres 23: Naruszenie reguły Sahm, pokazujące słabnącą kondycję rynku pracy w USA, świadczyło o rozpoczęciu prawdziwej recesji, a nie było jedynie jej zapowiedzią.



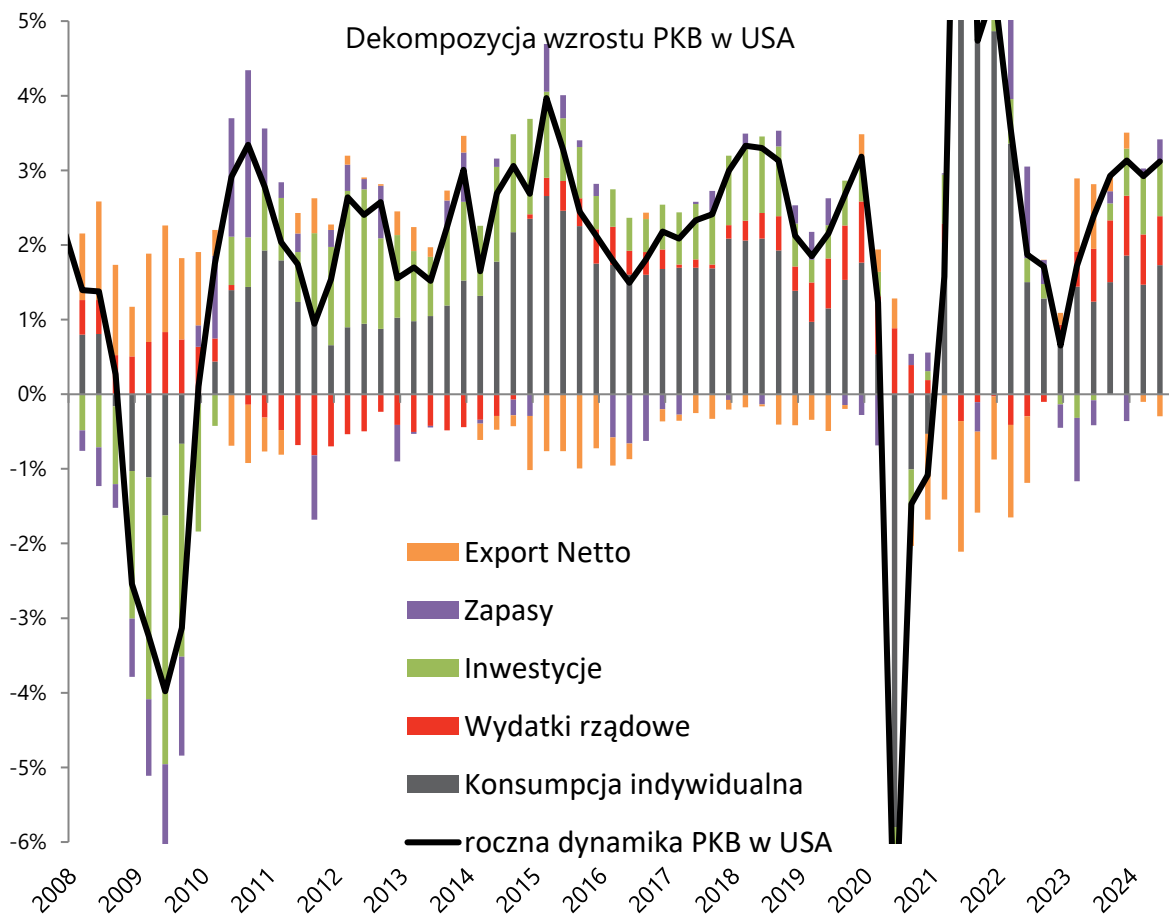
Jak jednak miała się rozpocząć prawdziwa recesja w USA w połowie tego roku, skoro w drugim kwartale amerykański PKB wciąż rósł rok do roku o około 3% (kolejny kwartał z rzędu) (wykres 24)?

Jak rozpoczęcie recesji już dziś pogodzić ze szczytem indeksów akcji odnotowanym w połowie lipca (przetestowanym przez indeks S&P500 na koniec sierpnia)?

Jak do dekoniunktury w gospodarce ma się wciąż niemal rekordowo niski poziom oceny ryzyka kredytowego na rynku obligacji typu *high yield*?

I jak wreszcie ocenić zdolność rynku obligacji skarbowych do dyskontowania i przewidywania nadciągających zagrożeń, skoro rentowność 10-letnich obligacji rządu USA jeszcze pod koniec lipca wyraźnie przekraczała 4% (co było wyższym poziomem niż w styczniu bieżącego roku)?

Wykres 24: Trudno jest uwierzyć, że recesja miałaby zacząć się w lipcu 2024 roku skoro jeszcze w pierwszych dwóch kwartałach PKB w USA rosło o 3% rok do roku.

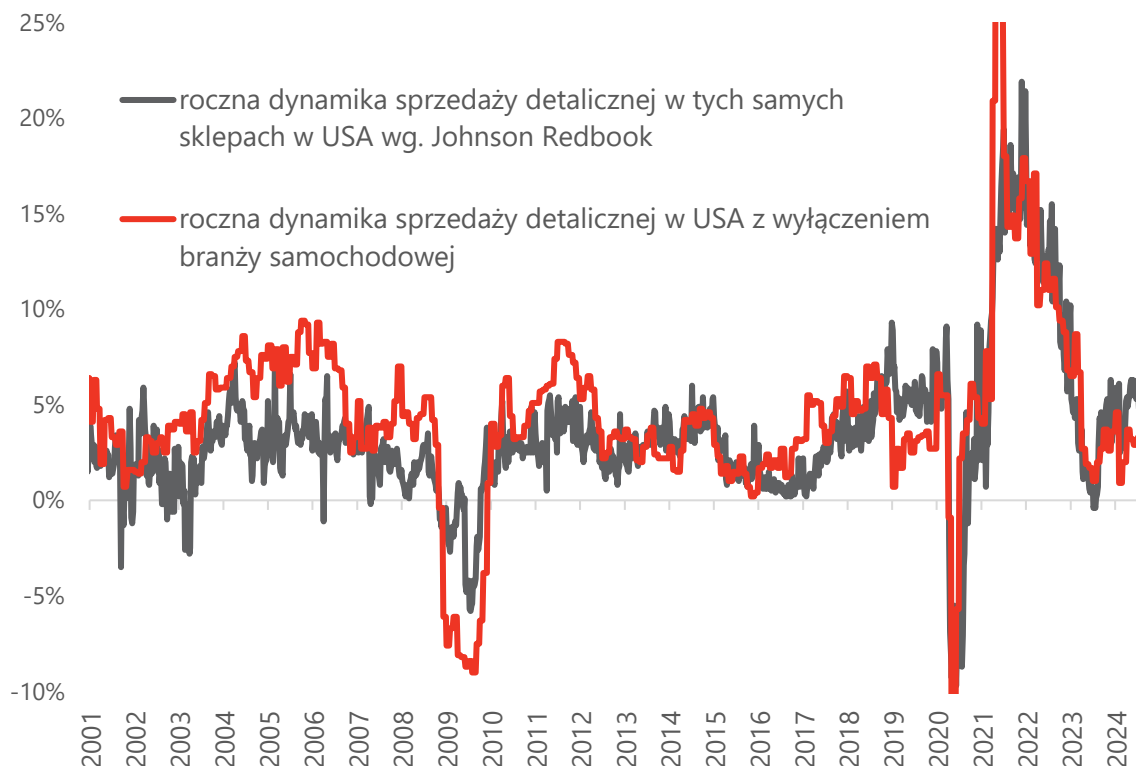


źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Dodatkowo pojawiające się w kolejnych tygodniach dane, czy to dotyczące sprzedaży detalicznej w USA (brak oznak słabości), czy kondycji na rynku pracy (brak wyraźnego wzrostu nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych), przeczyły wnioskowi, jakie należałoby wysnuć podążając za historycznymi przykładami po naruszeniu reguły Sahm (wykres 25-26).

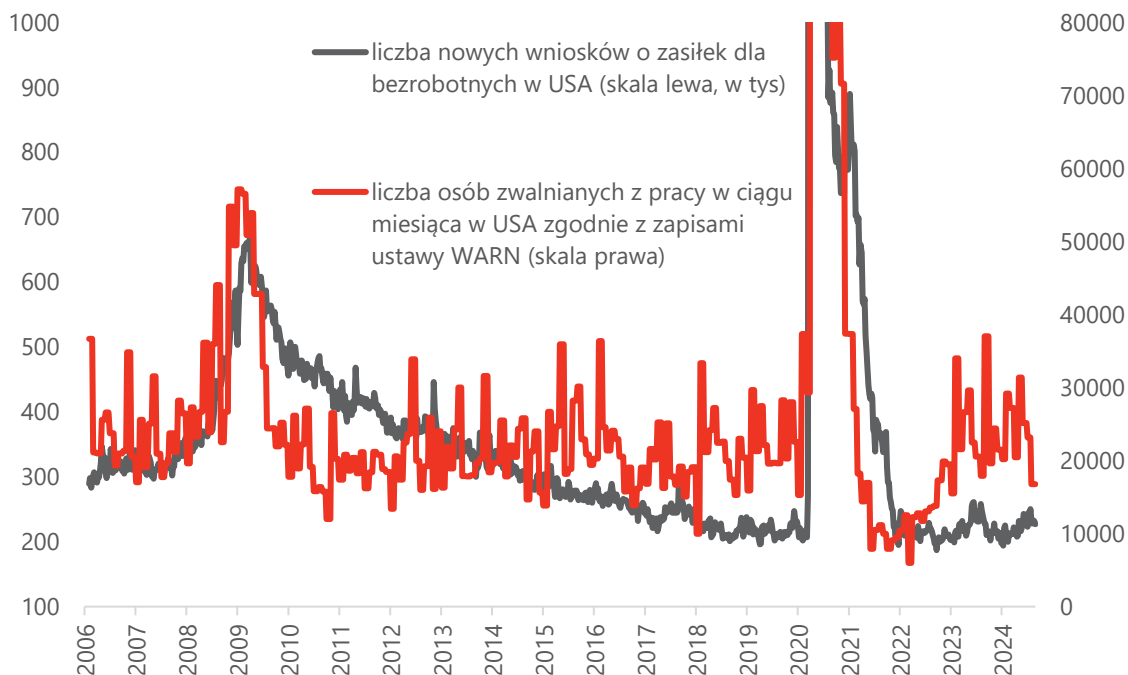
Trudno więc bronić tezy, że Stany Zjednoczone znalazły się już w objęciach prawdziwej recesji. Biorąc pod uwagę ostatnie dane i patrząc w horyzoncie kolejnych dwunastu miesięcy analitycy banku Goldman Sachs zdecydowali się nawet na obniżenie ryzyka recesji do 20%, w zaledwie dwa tygodnie po jej podniesieniu (wykres 27). Jak widać nie tylko giełdy, ale też prognozy są podatne na turbulencje.

Wykres 25: Sprzedaż detaliczna w USA wciąż trzyma się mocno i nie daje oznak recesji.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 26: Pomimo wzrostu stopy bezrobocia nowe wnioski o zasiłki wciąż nie rosną gwałtownie.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Will There Be A Recession? Goldman Sachs Lowers Odds As Consumer Health Worries 'Greatly Exaggerated'

Derek Saul Forbes Staff

Derek Saul has covered markets for the Forbes news team since 2021.

Follow



Aug 19, 2024, 10:24am EDT

<https://www.forbes.com/sites/dereksaul/2024/08/19/will-there-be-a-recession-goldman-sachs-lowers-odds-as-consumer-health-worries-greatly-exaggerated/>

U.S. Markets

Goldman Sachs lowers odds of US recession to 20% from 25%

By Reuters

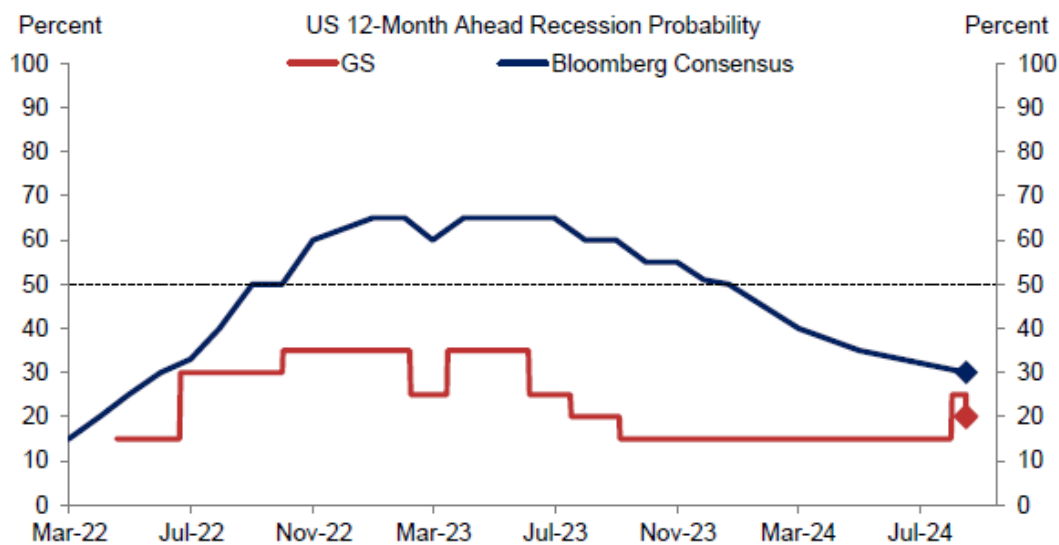
August 19, 2024 6:47 AM GMT+2 · Updated 8 days ago



<https://www.reuters.com/markets/us/goldman-sachs-lowers-odds-us-recession-20-25-2024-08-19/>

Wykres 27: Goldman Sachs po dwóch tygodniach od podniesienia prawdopodobieństwa wystąpienia recesji postanowił je jednak obniżyć.

Exhibit 1: We Have Shaved Our 12-Month US Recession Probability Back to 20%



Source: Bloomberg, Goldman Sachs Global Investment Research

źródło: Goldman Sachs

Choć nie sędzę, żebyśmy w najbliższych miesiącach musieli mierzyć się z prawdziwą recesją, to nie da się zaprzeczyć, że po sile rynku pracy nie ma już śladu. Nawet Jerome Powell na konferencji w Jackson Hole przyznał, że większym wyzwaniem jest dziś utrzymanie miejsc pracy w gospodarce niż inflacji w ryzach. Dwa lata temu narracja była odwrotna (wykresy 28-29).



Wykres 28: Słabsze dane o zatrudnieniu i wzrost bezrobocia to wystarczający powód do rozpoczęcia cyklu obniżek stóp przez Fed.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 29: Pytanie tylko czy obniżka w ciągu 16 miesięcy stóp procentowych o połowę (jak ocenia to dziś rynek) to realny scenariusz, jeśli nie wystąpi prawdziwa recesja?



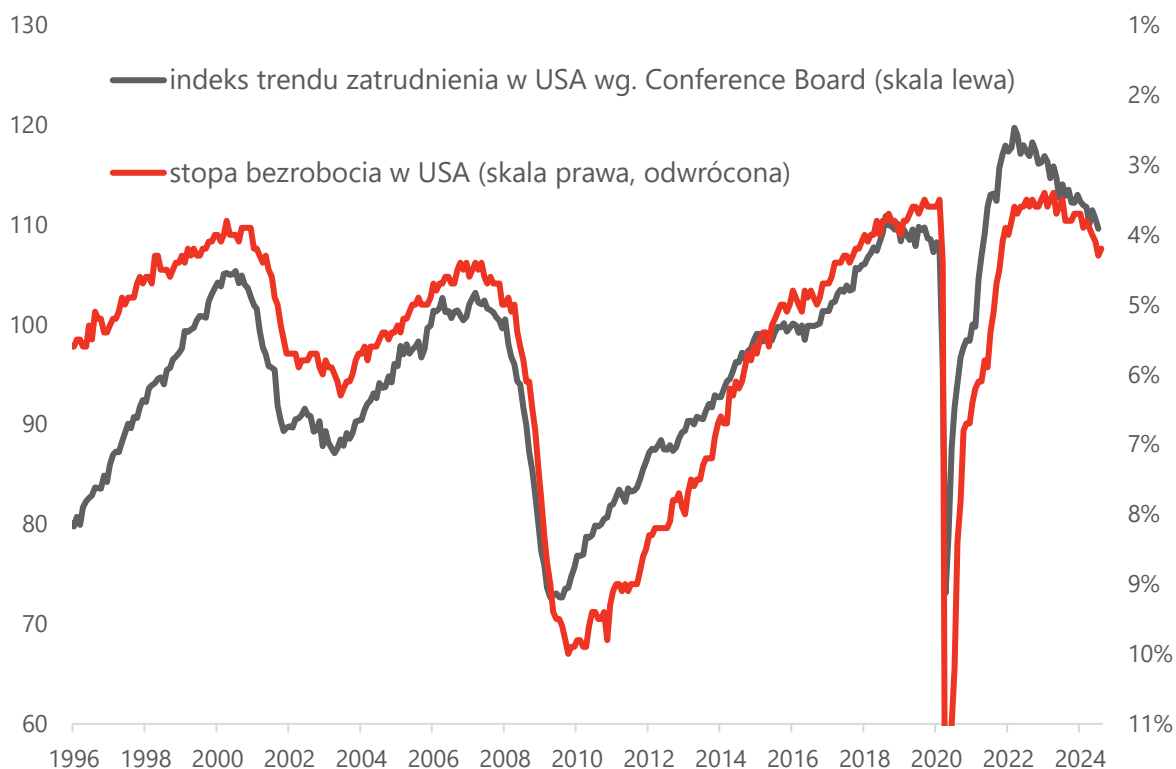
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Moim zdaniem na razie mamy do czynienia jedynie ze stagnacją na rynku pracy, związaną z rozliczeniami czasów pandemii, gdy zatrudnienie w niektórych branżach rosło nieco na wyrost. Nawet po jej zakończeniu pracodawcy woleli na wszelki wypadek utrzymywać zatrudnienie ponad miarę, tak jak i epatować dużą liczbą ofert pracy. Doszło do iluzji siły po stronie pracownika, sztucznie wywołanej tą dziwną, pandemiczną ekspansją wspomaganą wydatkami fiskalnymi.

Możemy mieć zatem do czynienia ze wzrostem bezrobocia, który jest konsekwencją tej nadmiernej siły rynku pracy, a nie wyrazem gwałtownego ograniczenia kosztów zatrudnienia w wyniku zakładanego przez firmy tąpnięcia po stronie przychodów i zysków (co jest przejawem prawdziwej recesji) (wykresy 30-49).

Ponieważ większość firm nadal nie zgłasza problemów z utrzymaniem marż i zysków, inwestorzy nie potraktowali serio ostatniego wzrostu bezrobocia i naruszenia reguły Sahm tak samo, jak wcześniej nie reagowali przesadnie na inwersję krzywej rentowności, czy spadające indeksy ISM dla przemysłu (wykresy 50-51).

Wykres 30: Indeks pokazujący trend na rynku pracy słabnie już od pewnego czasu.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

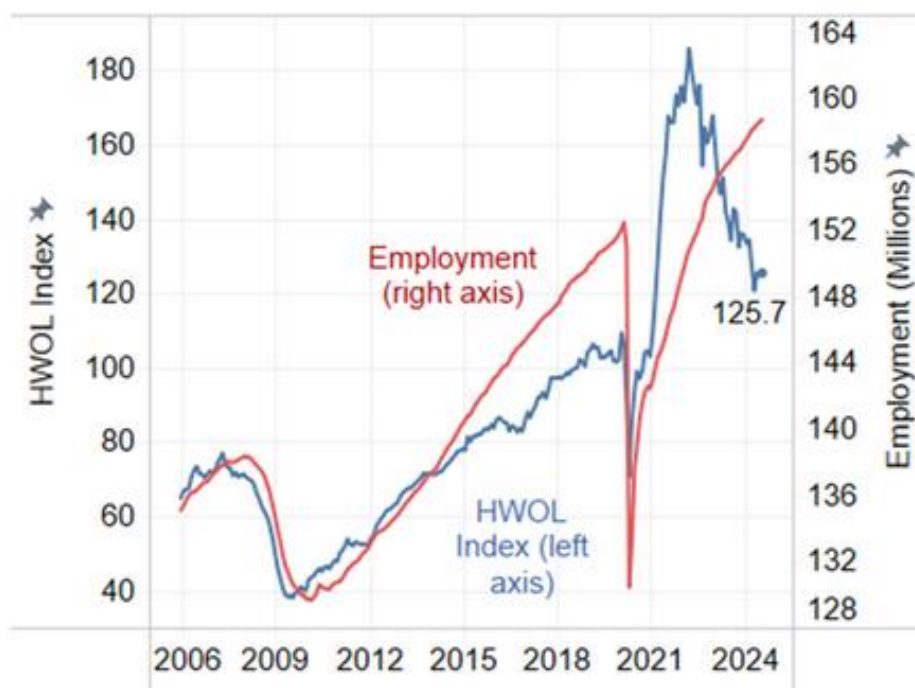
Wykres 31: Dynamika słabnięcia trendu zatrudnienia w USA nie przyspiesza jak w prawdziwej recesji.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

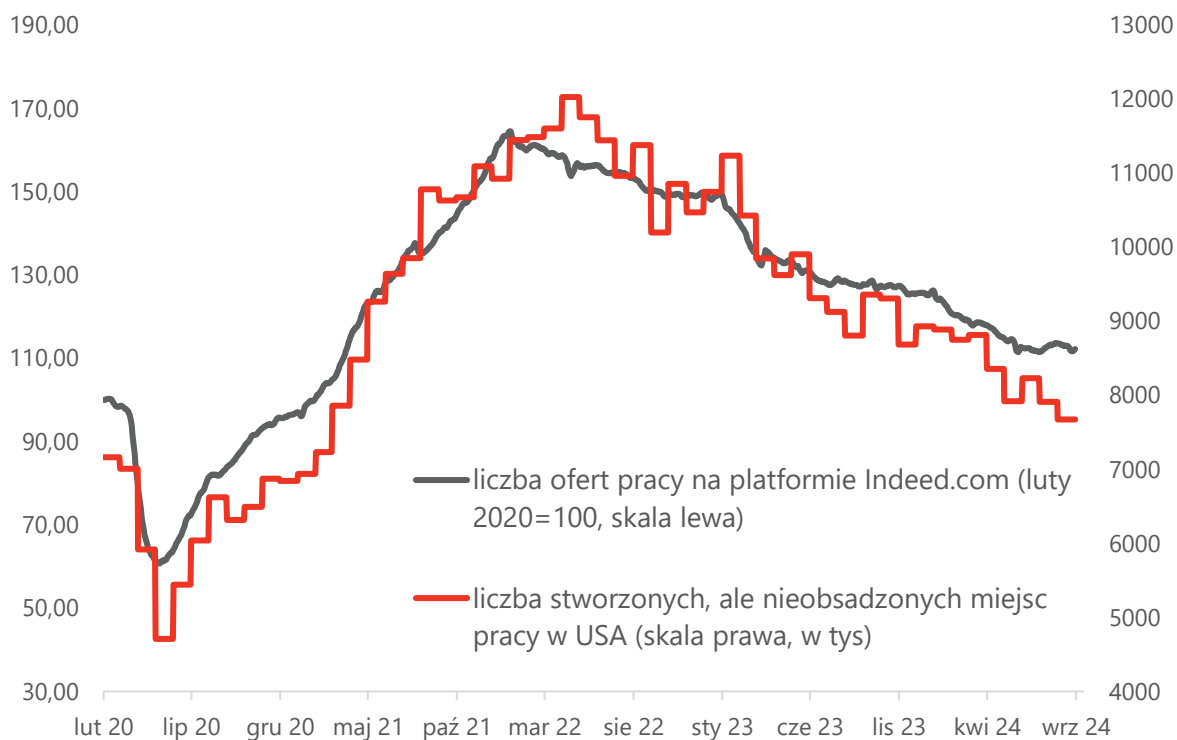
Wykres 32: Firmy oferują coraz mniej miejsc pracy.

Help Wanted OnLine® (HWOL) Index:



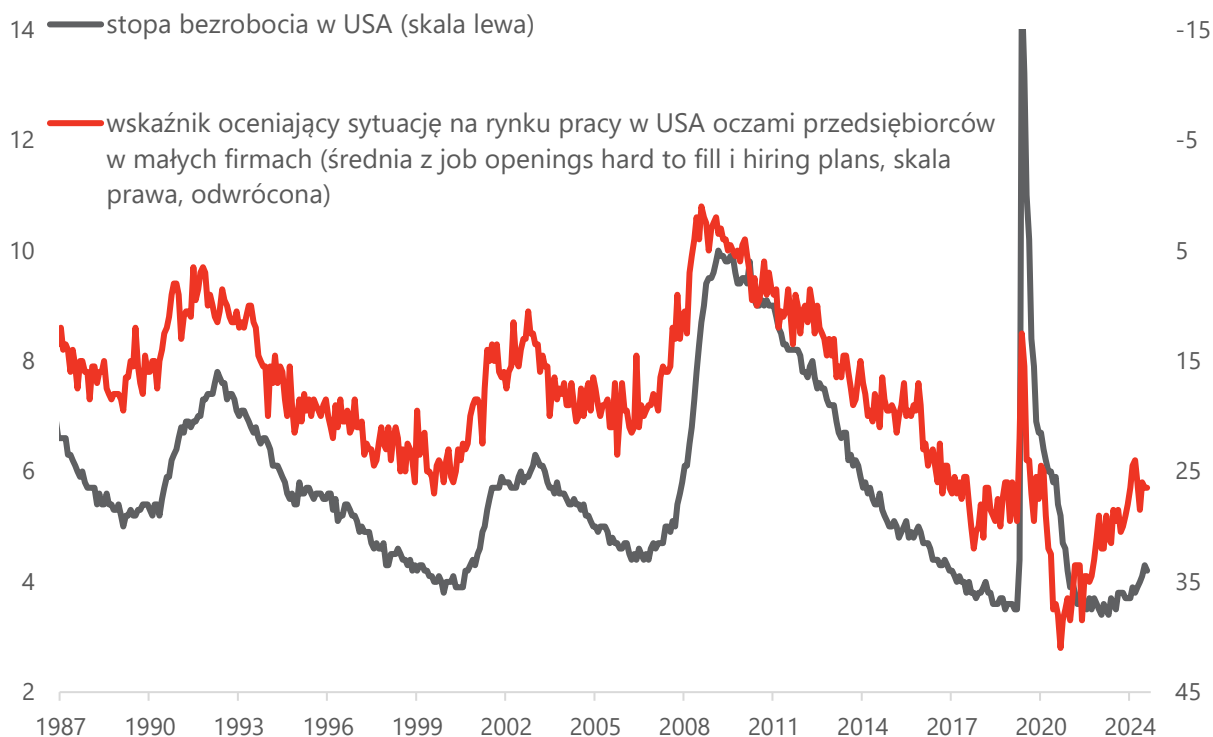
źródło: <https://www.conference-board.org/topics/help-wanted-online/press/help-wanted-online-july-2024>

Wykres 33: Liczba wakatów w amerykańskich firmach spada systematycznie.



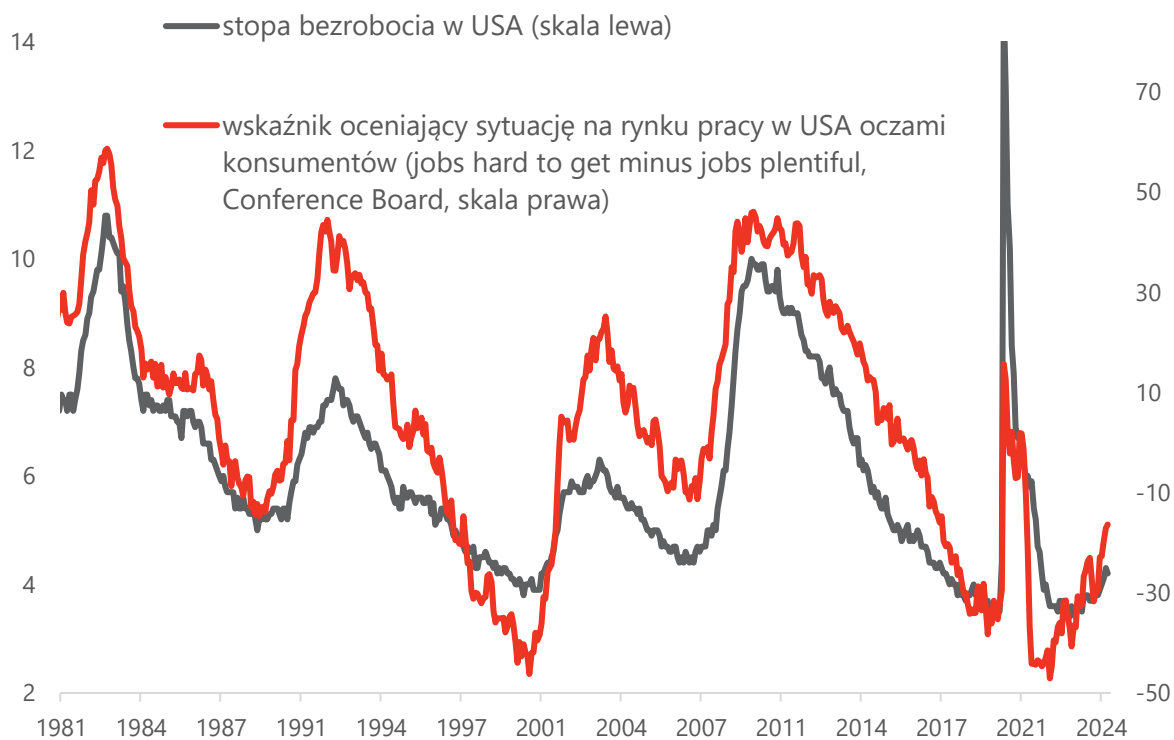
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 34: Sytuacja na rynku pracy w USA oczami małych przedsiębiorców.



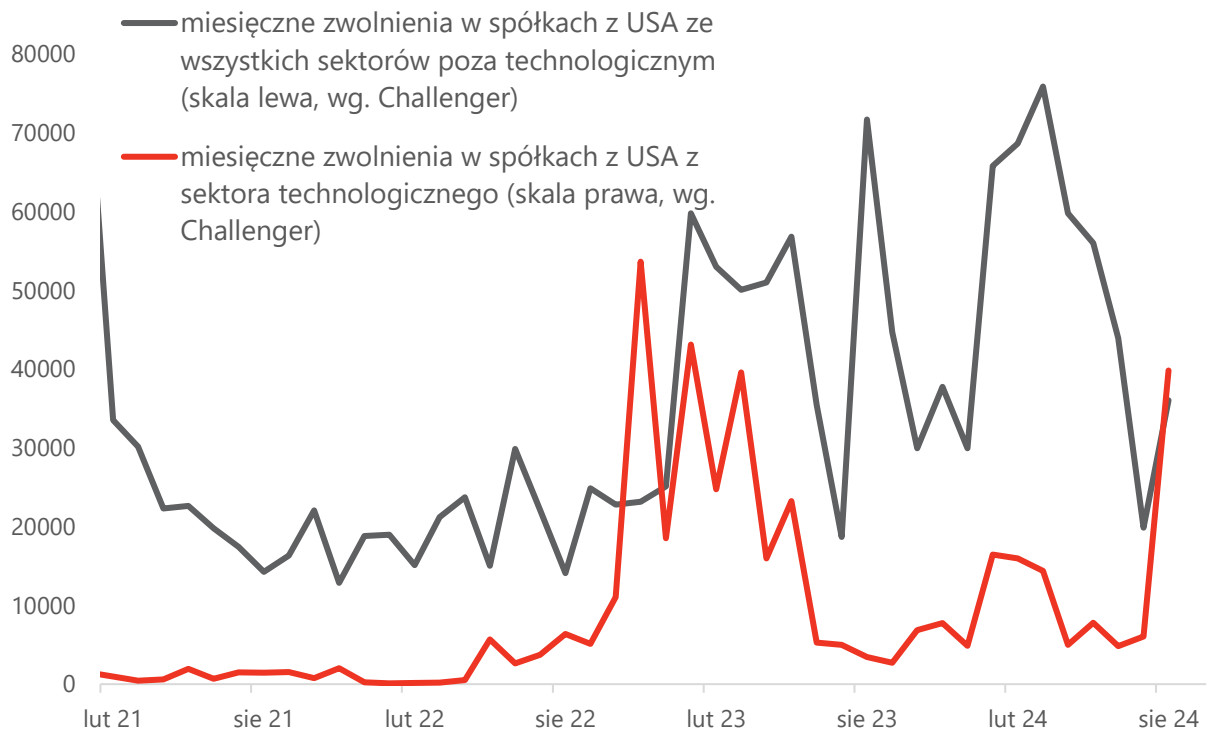
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 35: Sytuacja na rynku pracy w USA oczami pracowników.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 36: Rynek pracy w USA słabnie, ale wciąż nie ma fali masowych zwolnień (przynajmniej według danych firmy Challenger).

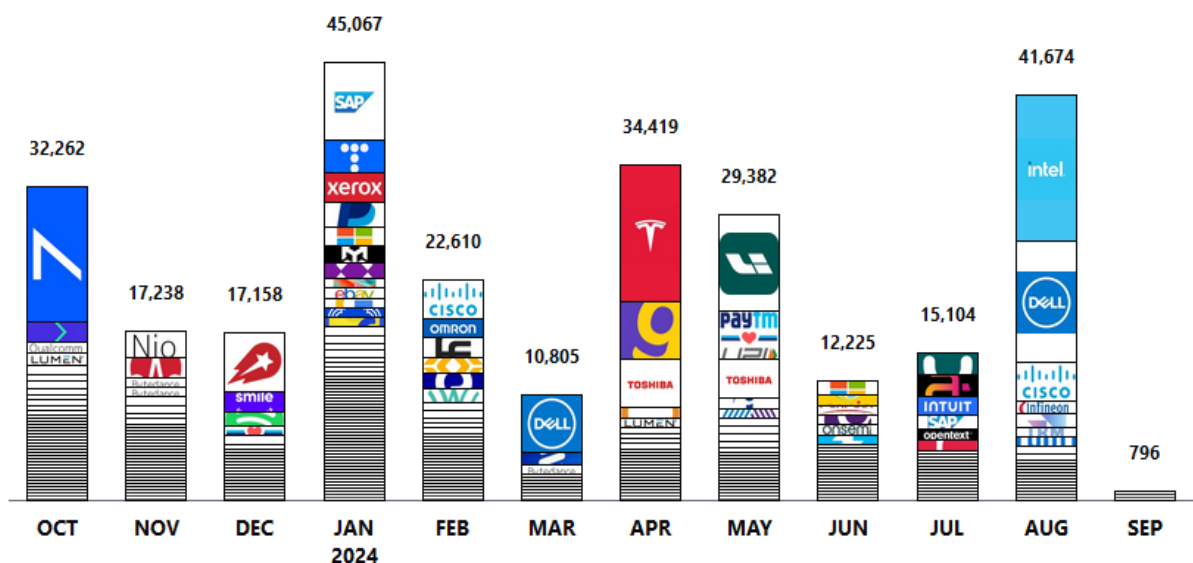


źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 37: Sierpniowy wyskok zwolnień był w dużej mierze dziełem dwóch firm technologicznych, Intela i firmy Dell.

of Tech Employees Let Go

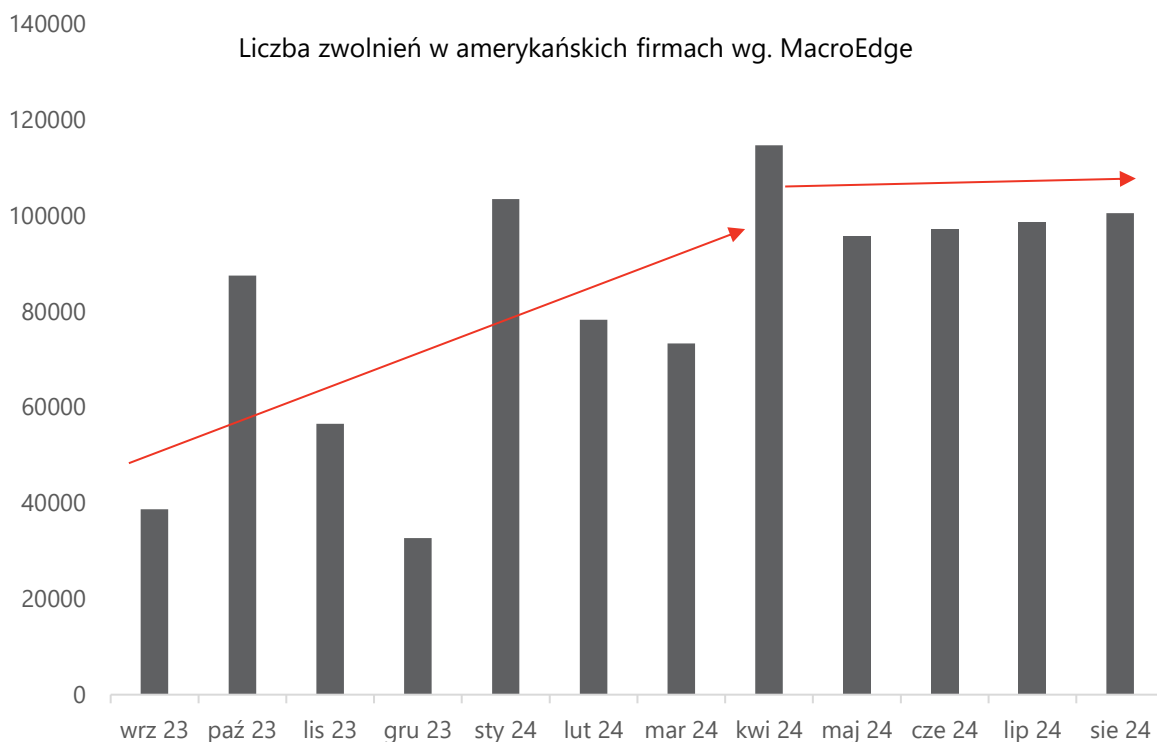
as of September 6, 2024



source: trueup.io/layoffs

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

Wykres 38: Niektóre dane wskazują na większą skalę zwolnień w amerykańskich firmach, ale już nie na przyspieszenie tego procesu.



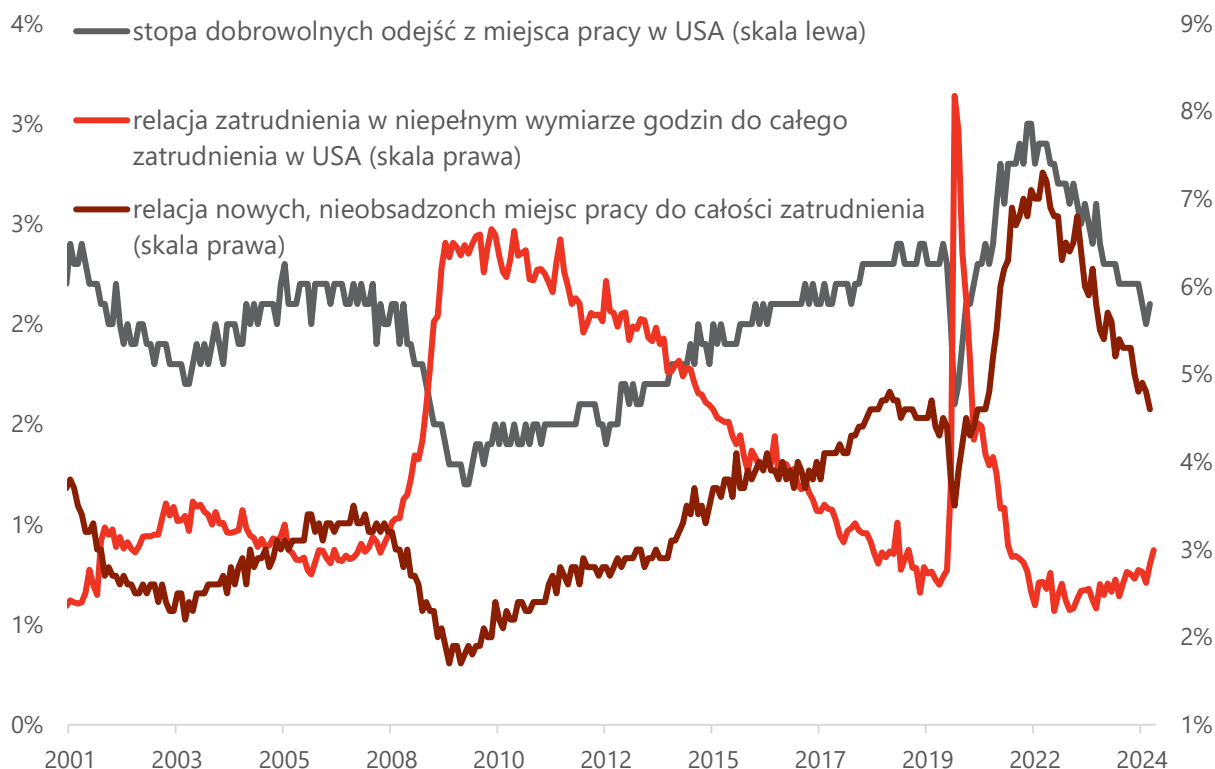
źródło: <https://twitter.com/MacroEdgeRes>

Wykres 39: Sporo zwolnień dotyczy pracowników urodzonych w USA. Wśród migrantów wciąż rośnie zatrudnienie.



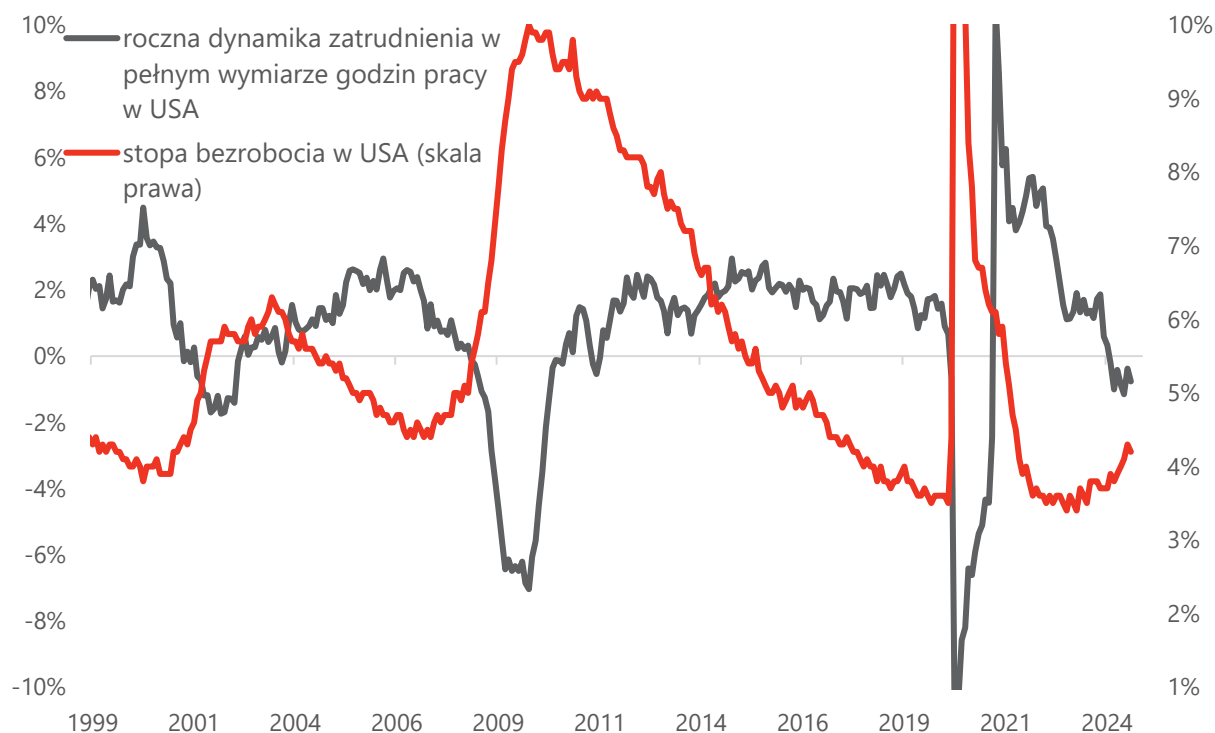
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 40: Słabnięcie rynku pracy w USA widać z różnych perspektyw, ale to jeszcze nie załamanie.



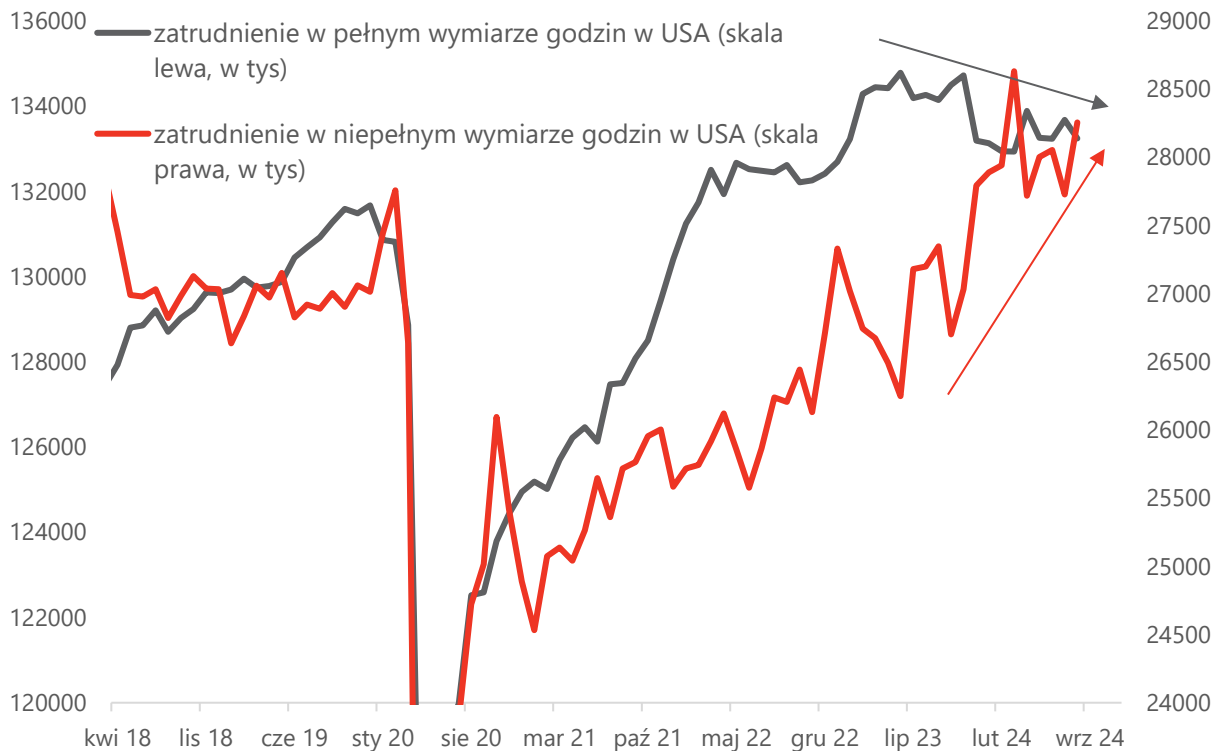
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 41: Zatrudnienie w pełnym wymiarze godzin w USA jest niższe niż rok temu.



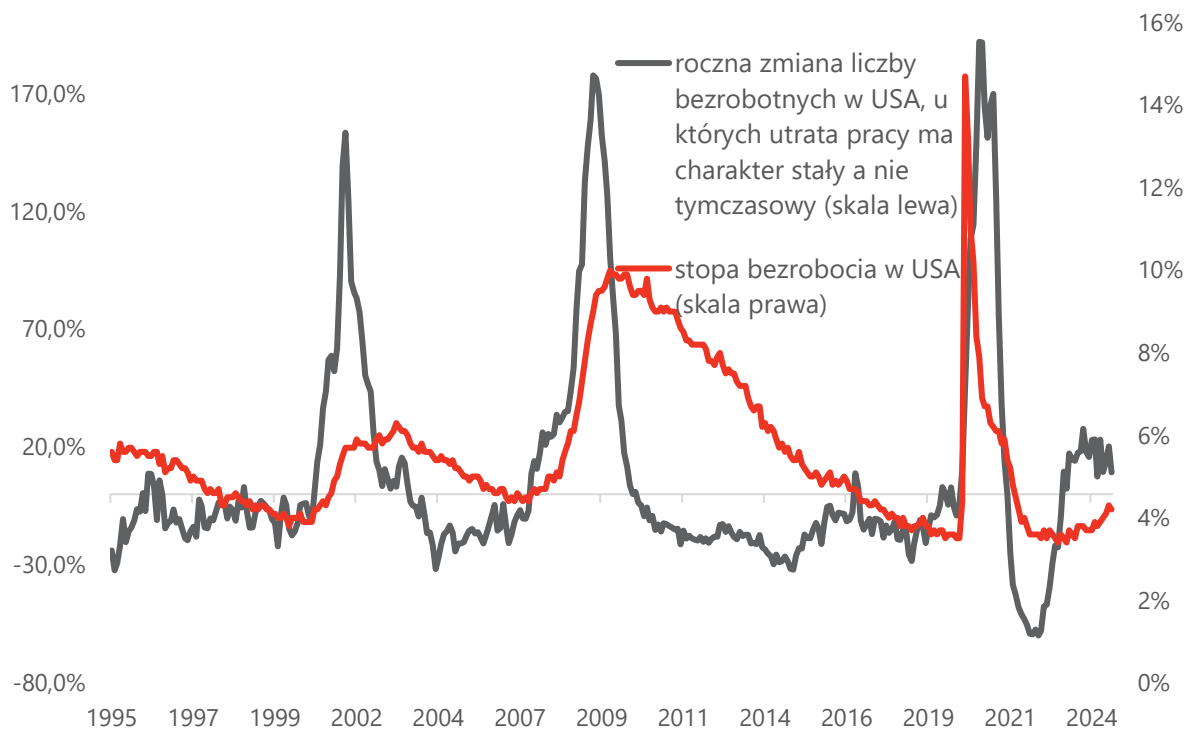
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 42: Dziś łatwiej jest w USA znaleźć pracę w niepełnym wymiarze godzin niż na pełny etat.



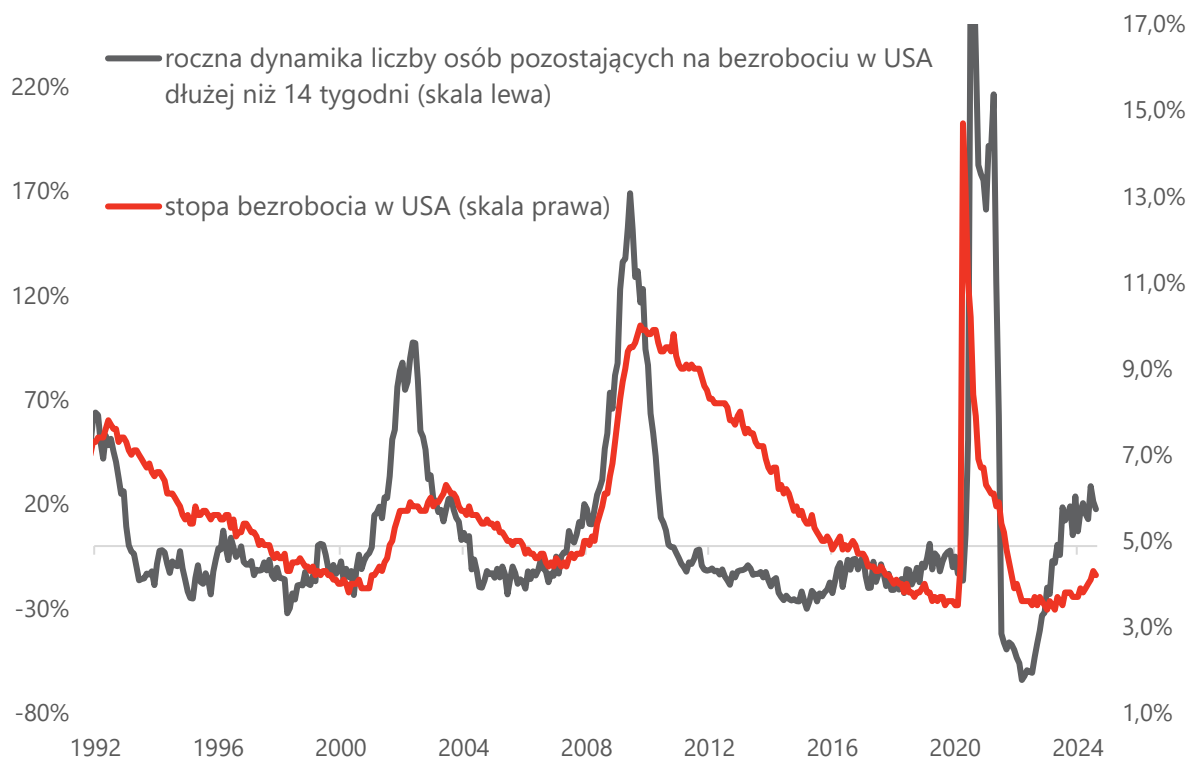
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 43: Liczba osób tracących pracę na stałe rośnie, ale dynamika tego procesu nie przyspiesza tak jak w prawdziwej recesji.



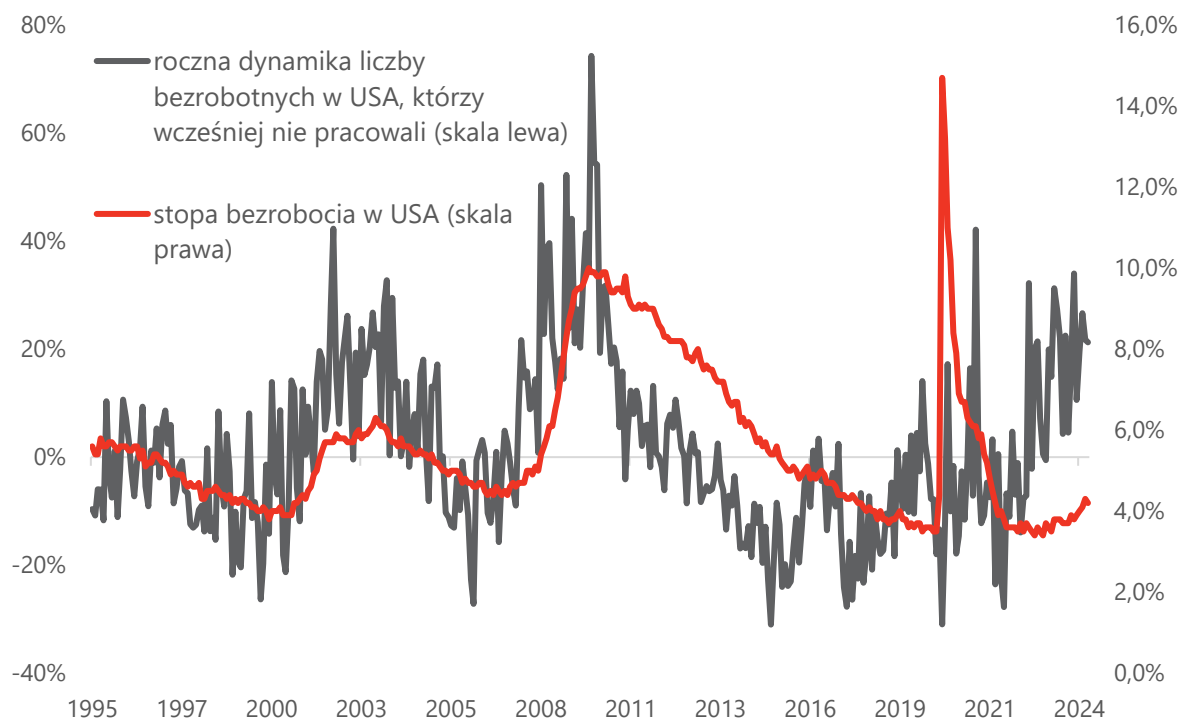
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 44: Długotrwałe bezrobocie to znaczący problem, ale tu również nie ma jeszcze gwałtownego pogorszenia sytuacji.



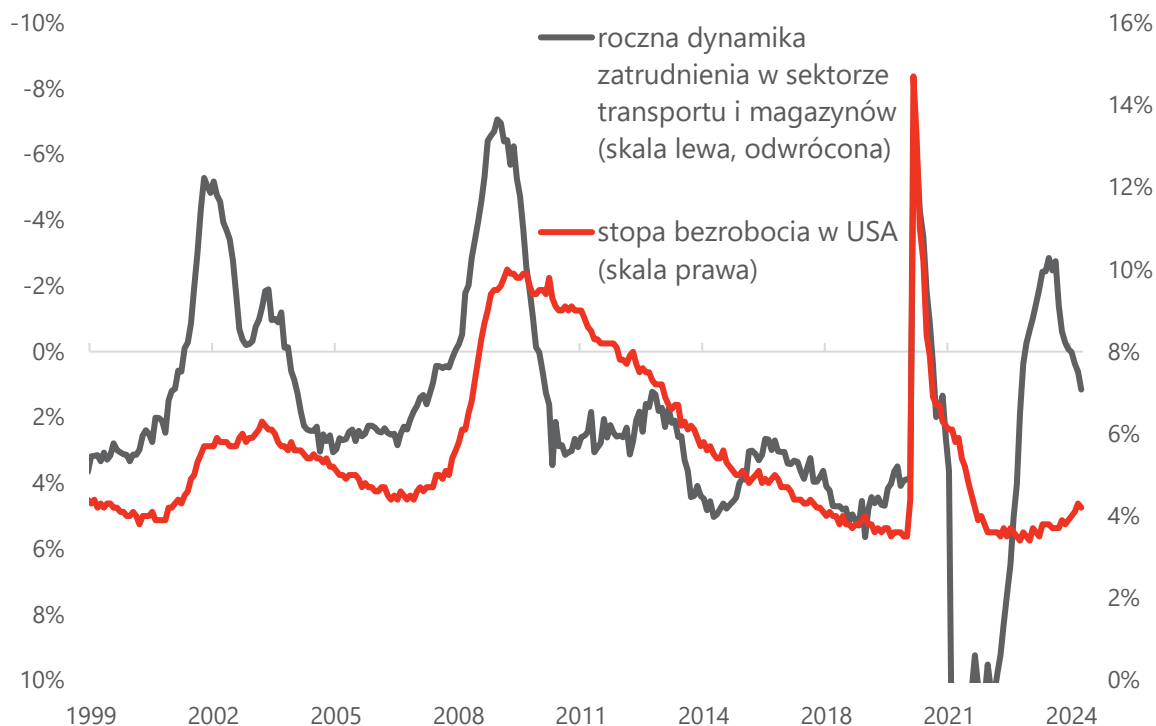
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 45: Problem ze znalezieniem pracy mają nowicjusze wchodzący na rynek pracy. Symptom „zamrożenia” rynku pracy w USA.



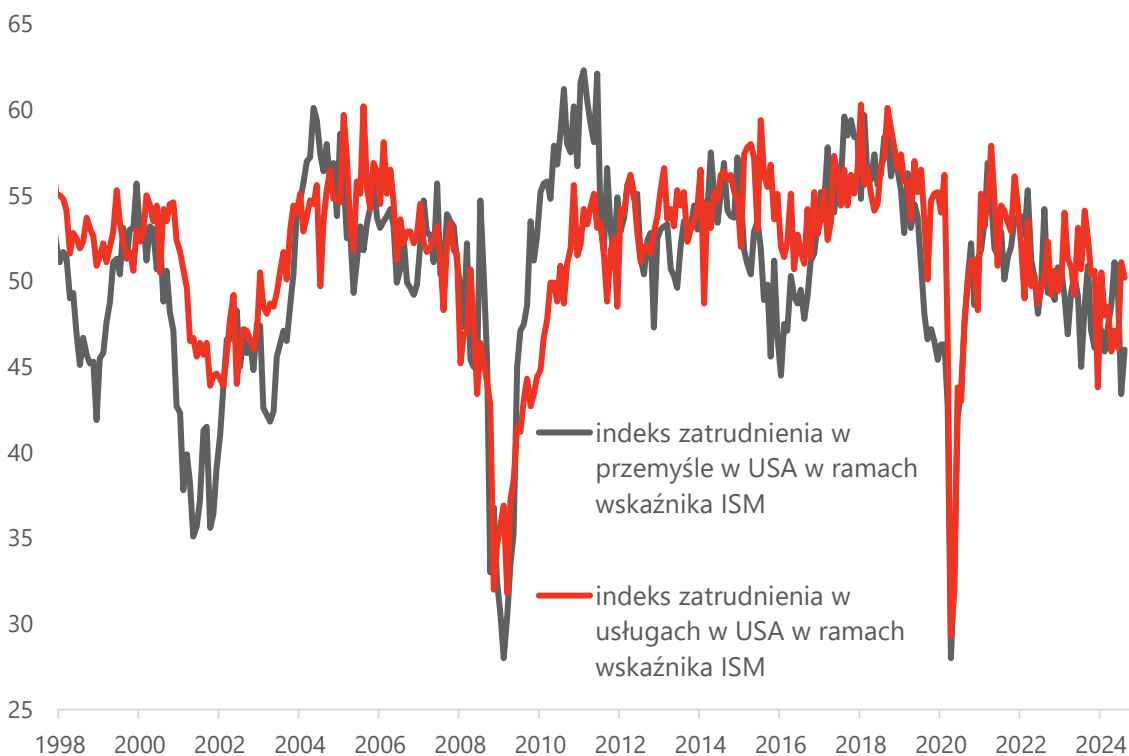
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 46: Zatrudnienie we wrażliwym na koniunkturę sektorze transportu i magazynów w USA znowu zaczęło rosnąć.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 47: Dane ze wskaźników menadżerów logistyki dla przemysłu i usług w USA pokazują słabość, ale nie załamanie na rynku pracy.



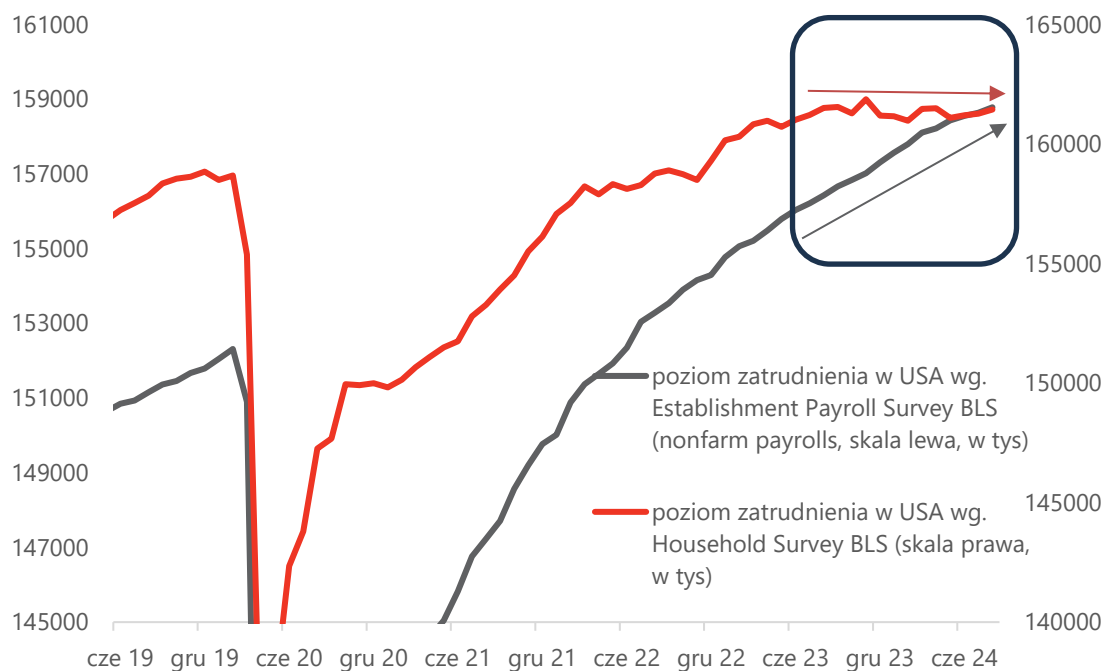
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 48: Nie ma wyraźnego i narastającego pogorszenia się sytuacji na rynku pracy w USA. Jest trwający od pewnego czasu zastój.



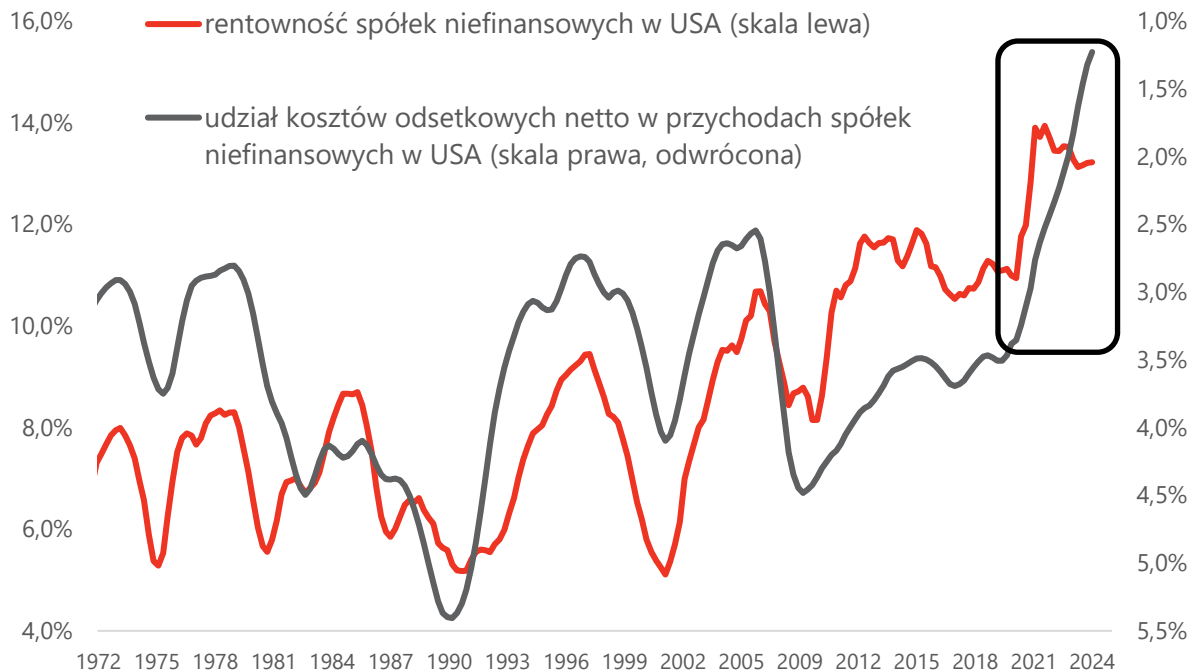
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 49: Dane dotyczące zatrudnienia w sektorze pozarolniczym okazały się mało wiarygodne (konieczność rewizji). Na rynku pracy w USA nie ma już boomu, nie ma też zapaści, jest stagnacja.



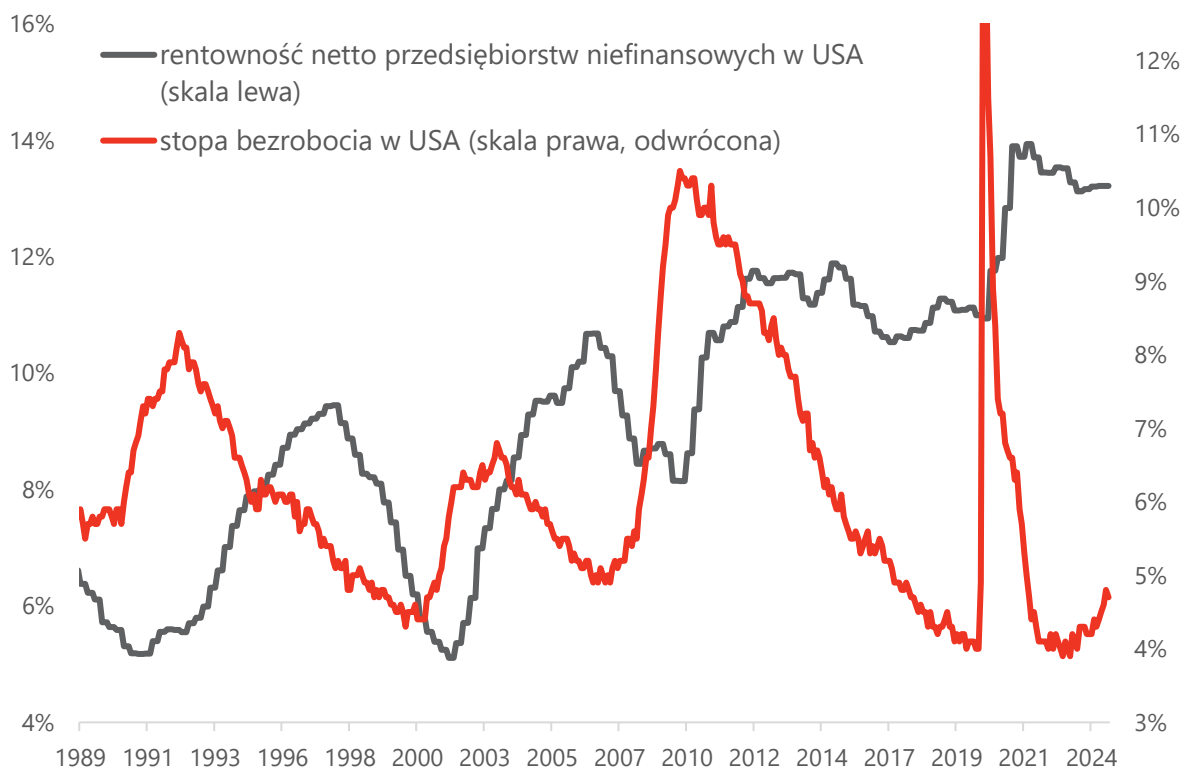
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 50: Dla wielu firm w USA koszty finansowe i wyższe stopy procentowe wciąż nie są problemem mogąącym zmniejszyć marże.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 51: Marże generowane przez firmy w USA wciąż pozostają wysokie, co przekłada się na brak konieczności masowego ograniczania kosztów zatrudnienia.



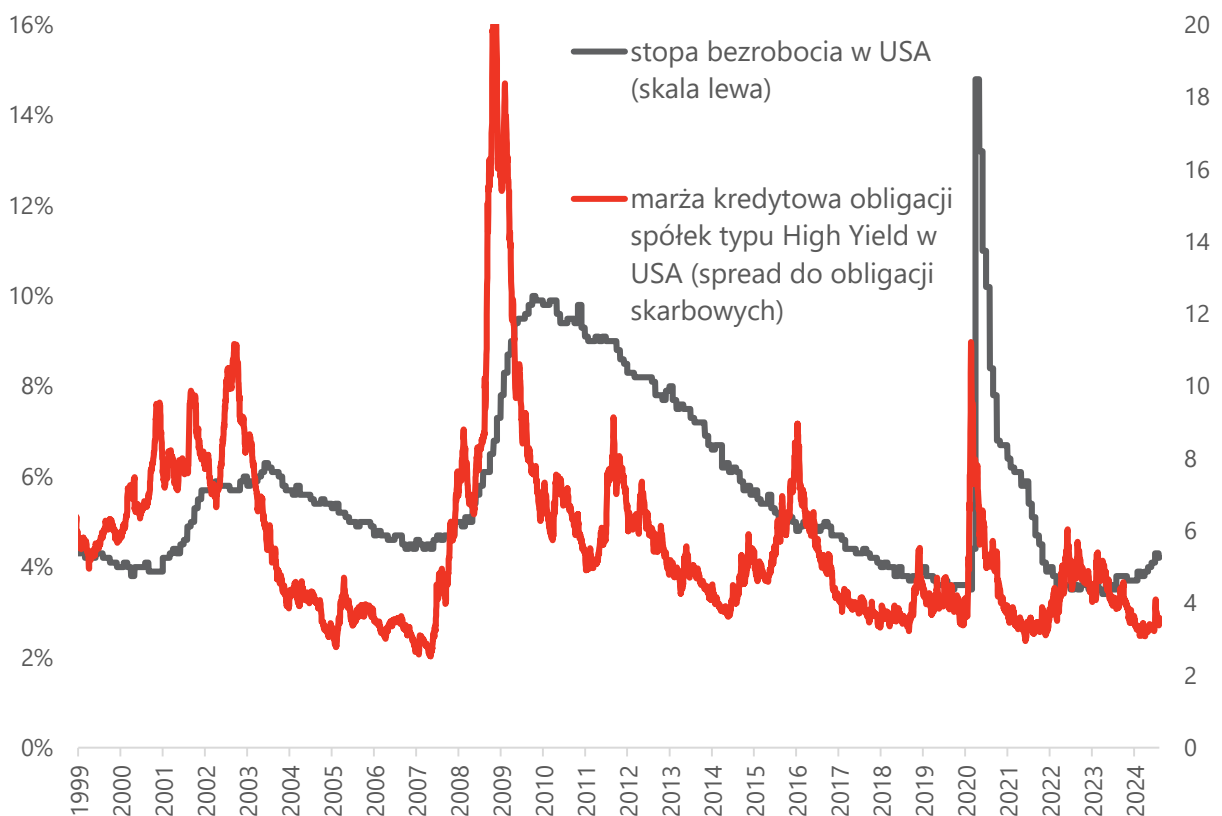
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Być może tym razem będzie inaczej, ale trudno jest abstrahować od historycznych zależności, które jednoznacznie pokazują co powinno być pierwsze – rynki, czy gospodarka.

To rynki zawsze z wyprzedzeniem (mniejszym lub większym) dyskutowały zmiany w fundamentach spółek. Pierwsze skrzypce grał tu zwykle rynek obligacji korporacyjnych, szczególnie tych bardziej ryzykownych (*high yield*). Rosnące marże tych papierów zapowiedziały, zarówno recesję na początku lat 90-tych ubiegłego stulecia, jak i w latach 2001-2002, a także Wielką Recesję z 2008 roku (wykresy 52-53).

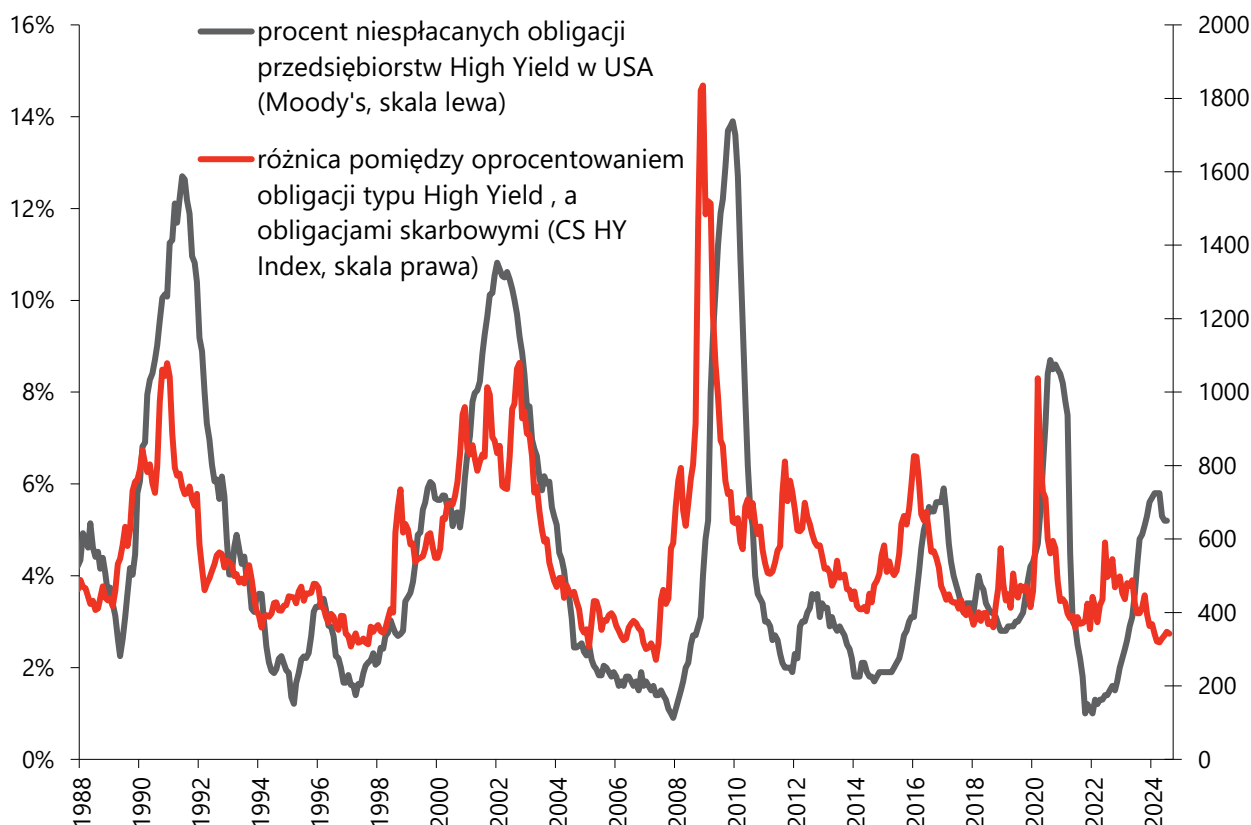
Drugą w kolejności rynkową Kasandrą był często rynek obligacji skarbowych. Dopiero po nim nadchodzące problemy dostrzegali inwestorzy na rynkach akcji (wyjątkiem jest wczesne pęknięcie baniek spekulacyjnych).

Wykres 52: Rynek obligacji korporacyjnych zazwyczaj sugerował możliwość zmiany trendu w gospodarce. Czyżby teraz miałyby być inaczej?



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 53: Rynek obligacji typu *high yield* zawsze był jednym z najlepszych wskaźników wyprzedzających zmiany w fundamentach przedsiębiorstw.



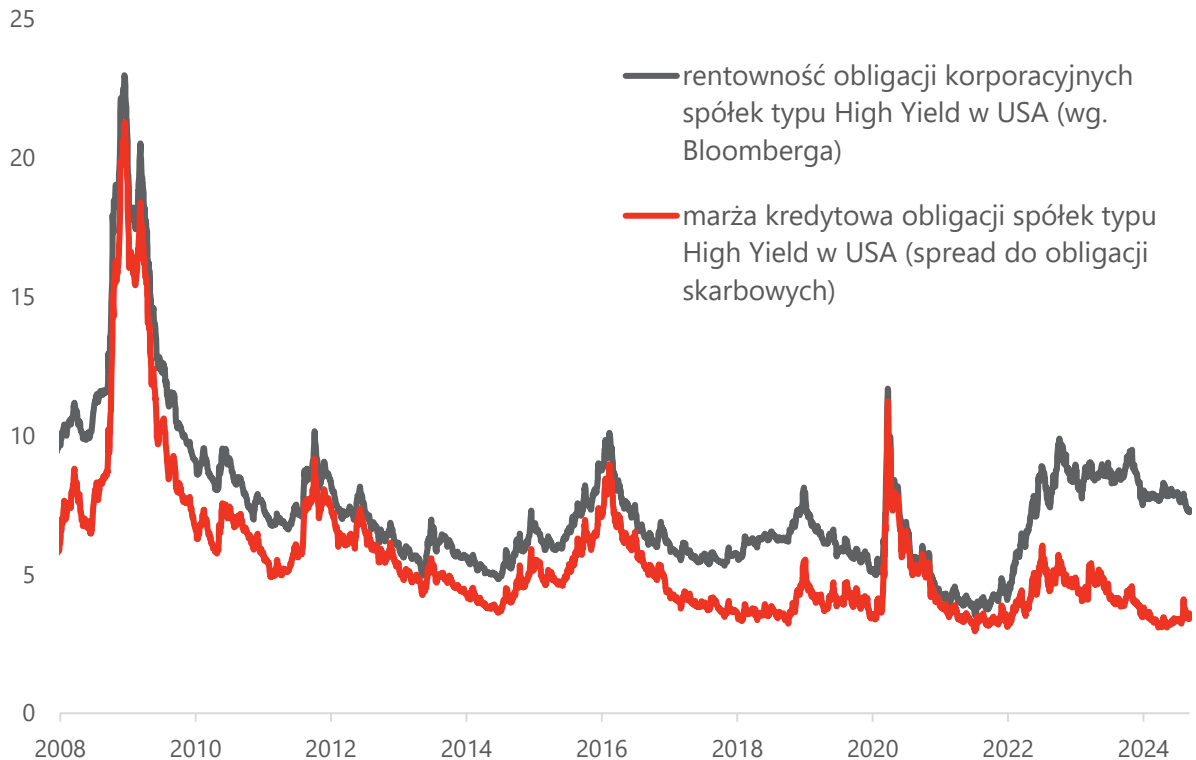
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Dziś, jeśli faktycznie mielibyśmy zmierzyć się z prawdziwą dekonjunkturą w gospodarce, trudno byłoby stwierdzić, że rynki cokolwiek przewidziały i dyskontowały. Szczególnie ślepy okazałby się rynek obligacji korporacyjnych, na którym ze świecą dziś szukać pesymistów (wykres 54).

Marże kredytowe (czyli oceny ryzyka niewypłacalności) od dawna są historycznie niskie i to pomimo wyraźnego wzrostu w 2023 roku liczby bankructw oraz niespłaconych obligacji typu *high yield*. Co ciekawe, widoczny od pół roku spadek liczby upadłości przedsiębiorstw (wg. danych z Bloomberg) oraz obniżenie się skali niewypłacalności obligacji emitentów o ratingu spekulacyjnym w USA (wg. danych agencji Moody's) wskazuje na to, że większość inwestorów na rynku obligacji korporacyjnych miała rację nie żądając wyższej premii za ryzyko, które się nie zmaterializowało (wykresy 55-56).

Także banki, które mocno sceptycznie podchodziły w latach 2022-2023 do kredytowania przedsiębiorstw, zaczęły w tym roku coraz wyraźniej łagodzić swoją politykę kredytową. Raczej trudno pogodzić to z wizją czającej się tuż za rogiem recesji (wykresy 57-59). Być może tym razem będzie inaczej, ale do tej pory nie było recesji bez pogorszenia sytuacji finansowej firm i tym samym problemów z realizacją ich zobowiązań.

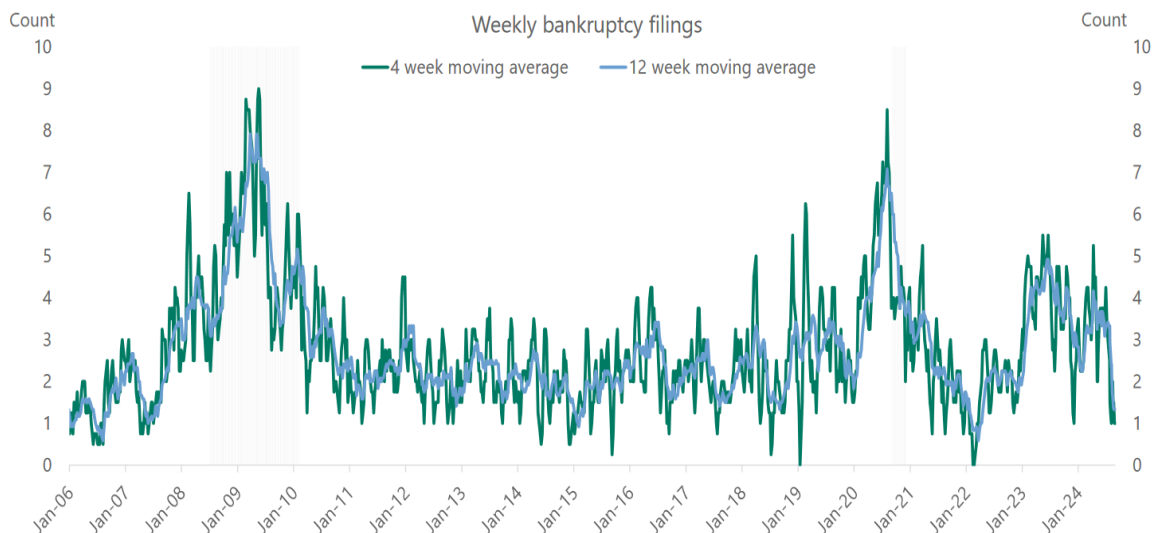
Wykres 54: Rynek obligacji typu high yield nie dyskontował ostatnio żadnego pogorszenia się sytuacji finansowej przedsiębiorstw.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 55: W ostatnich miesiącach i tygodniach upadłości firm w USA nieco spowolniły.

Weekly bankruptcy filings



Source: Bloomberg, Apollo Chief Economist. Note: Filings are for companies with more than \$50m in liabilities. For week ending on August 28, 2024.

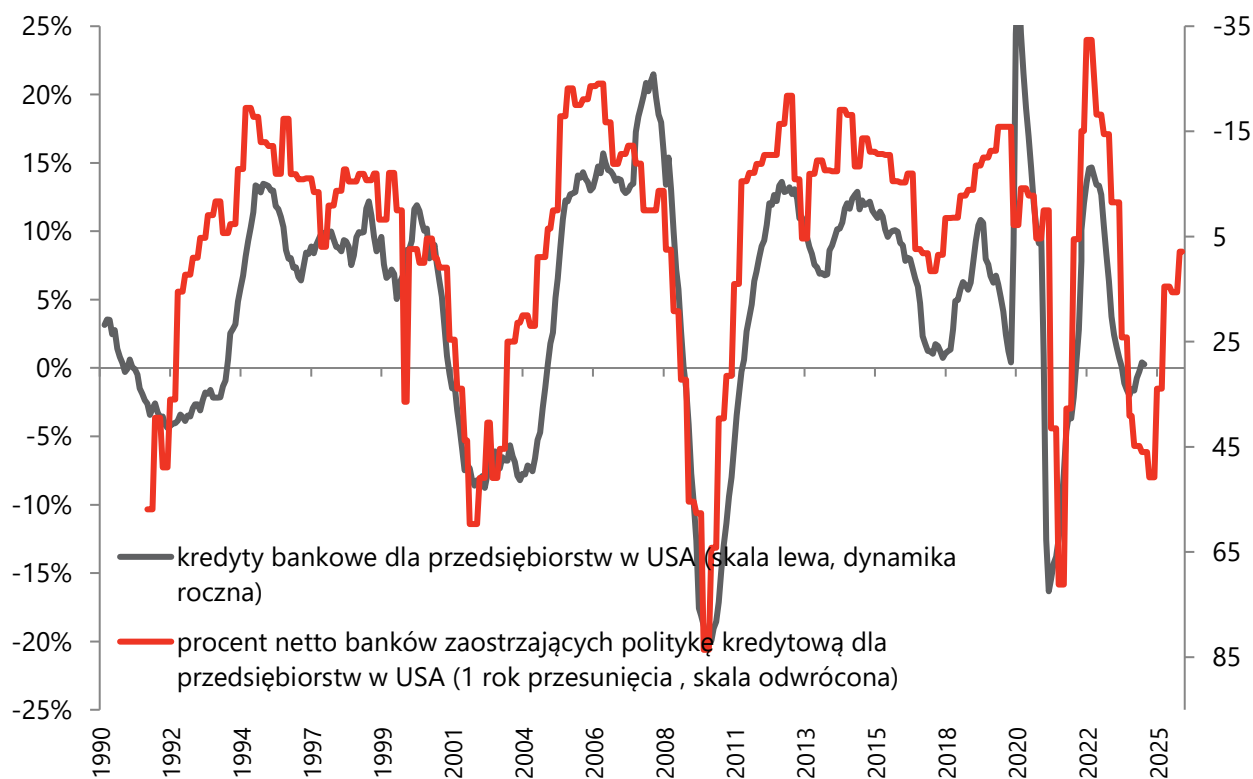
źródło: <https://www.apolloacademy.com/the-daily-spark/>

Wykres 56: Czy minęliśmy już szczyt problemów z bankructwem firm w USA? Jak się to ma do obaw o recesję?



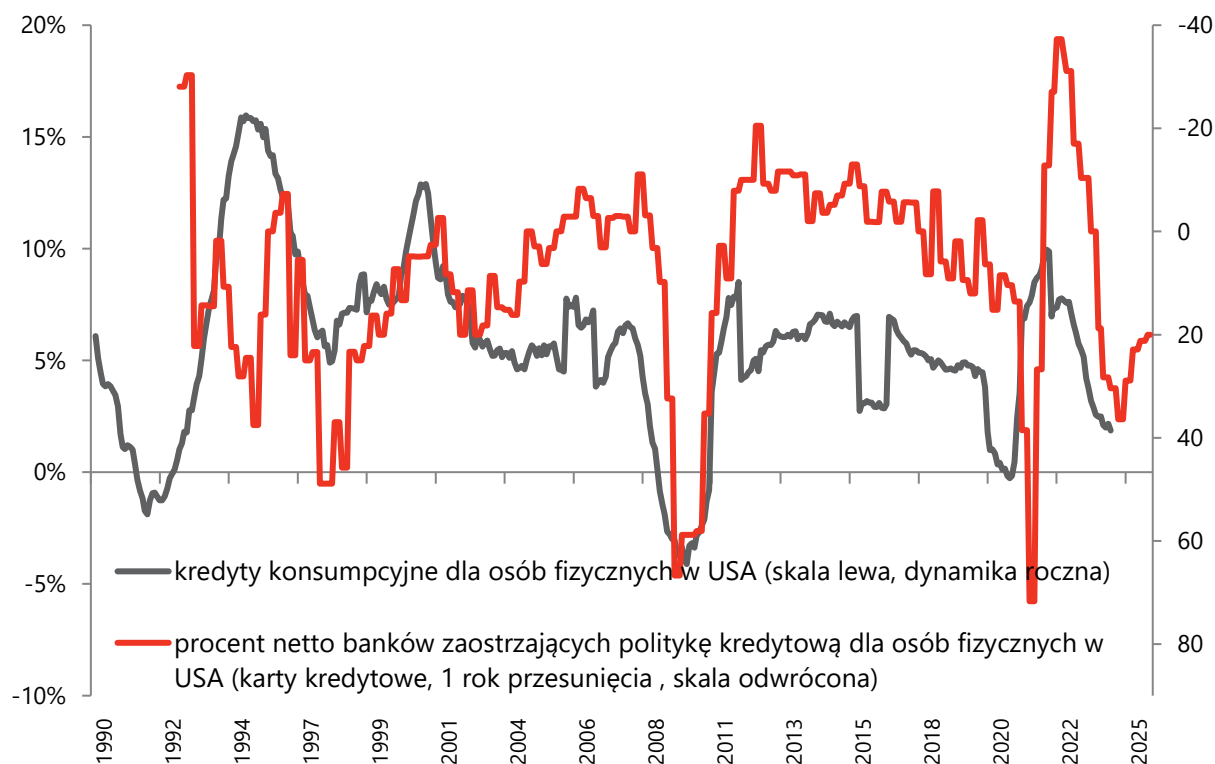
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 57: Od początku roku banki w USA łagodzą politykę kredytową dla firm, co raczej nie świadczy o zbliżającej się recesji.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 58: Banki są łagodniejsze także względem osób fizycznych zaciągających kredyt.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

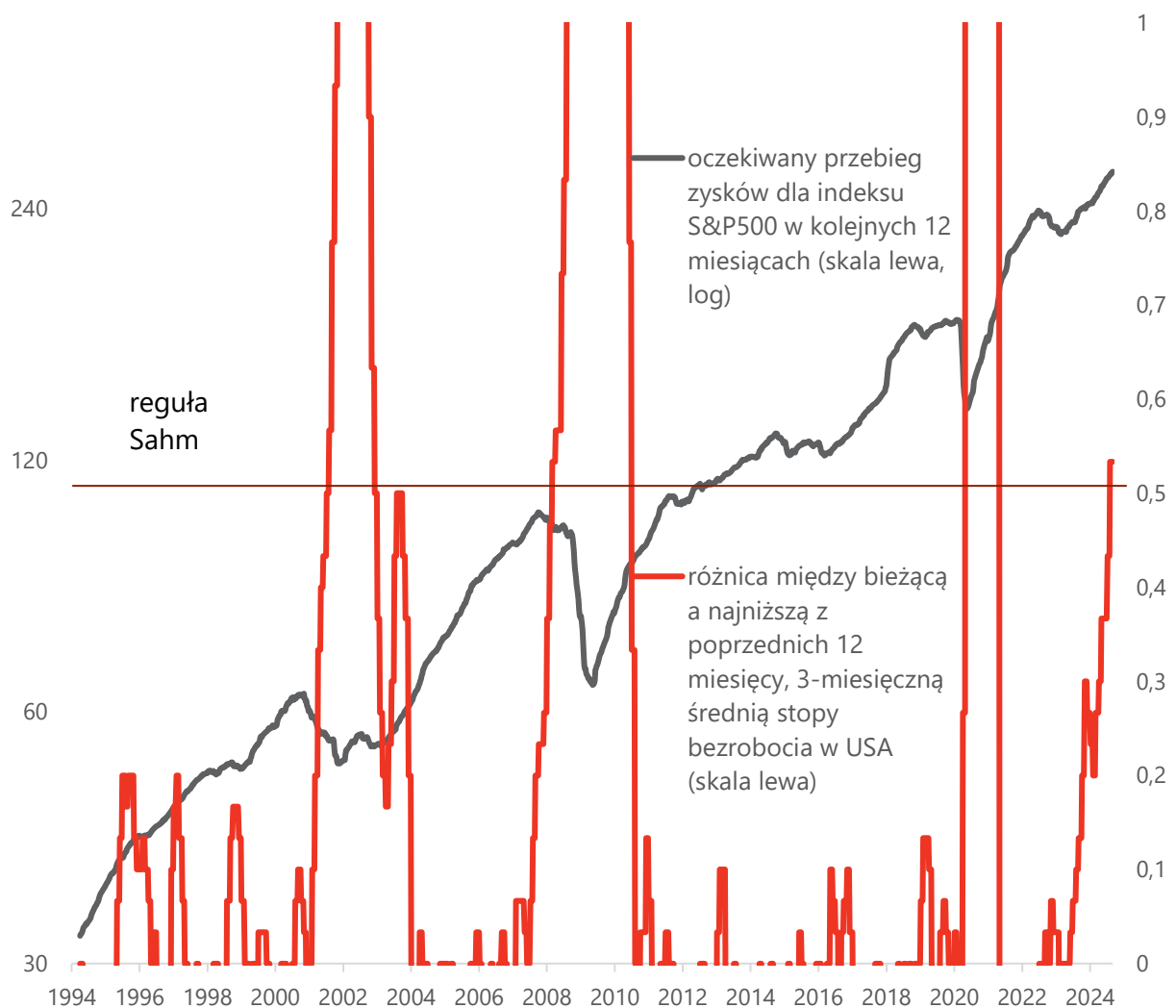
Wykres 59: Banki zaczęły łagodzić politykę kredytową, ponieważ nie stwierdziły pogorszenia się spłacalności udzielonych firmom kredytów.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

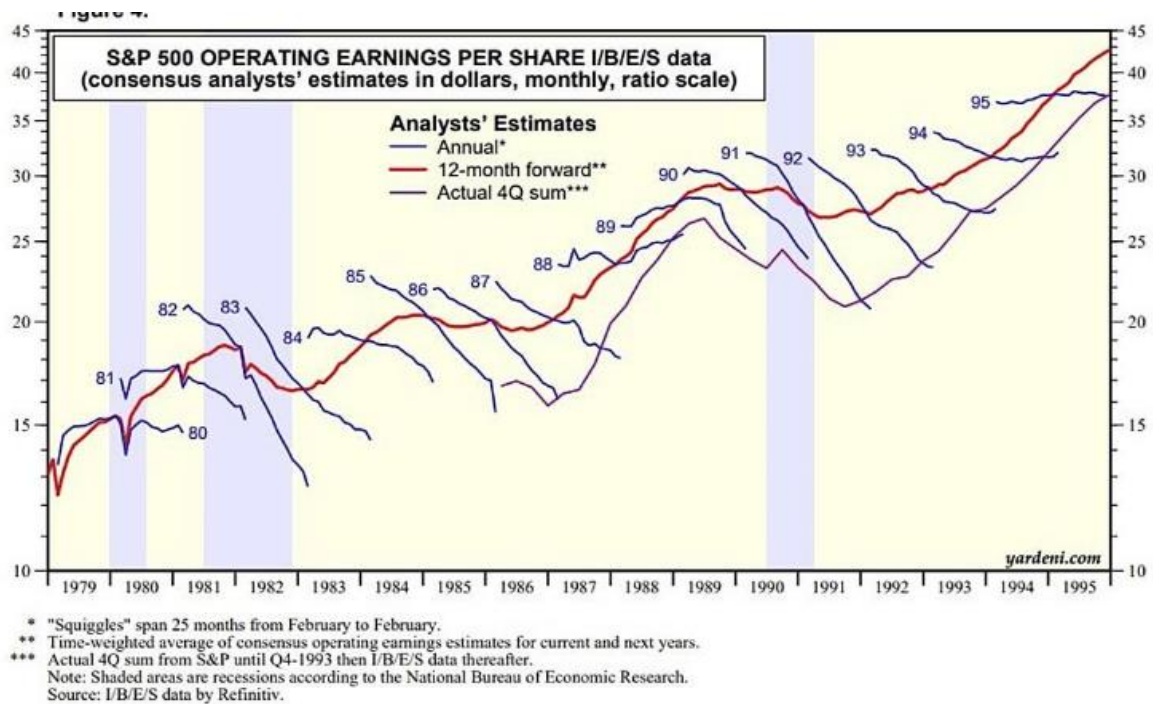
W każdej dotychczasowej recesji silny wzrost bezrobocia był wynikiem słabości korporacyjnych fundamentów. Jednym z przejawów takiego pogorszenia był prognozowany spadek marż i nominalnych zysków w kolejnych kwartałach. Zarówno w 2001, jak i w 2008 roku ten proces (spadek oczekiwanych zysków w następnych 12 miesiącach) był już dość zawansowany, gdy reguła Sahm została naruszona, a recesja stała się faktem (wykresy 60-62). Dziś nie ma takiego sygnału. Oczekiwania co do przychodów, zysków i marż, na lata 2024-2026 dla spółek nie tylko z indeksu S&P500 pozostają rekordowo wysokie (wykresy 63-71). Jeśli zacznie się to zmieniać, będziemy musieli obwieścić: Houston, mamy problem! Póki co jednak to, czego doświadczamy, to jedynie turbulencje i należy mocniej zapiąć pasy.

Wykres 60: Istotny wzrost bezrobocia (przebiecie reguły Sahm) i początek recesji następował już po rozpoczęciu procesu obniżania prognoz marż i zysków generowanych przez firmy.



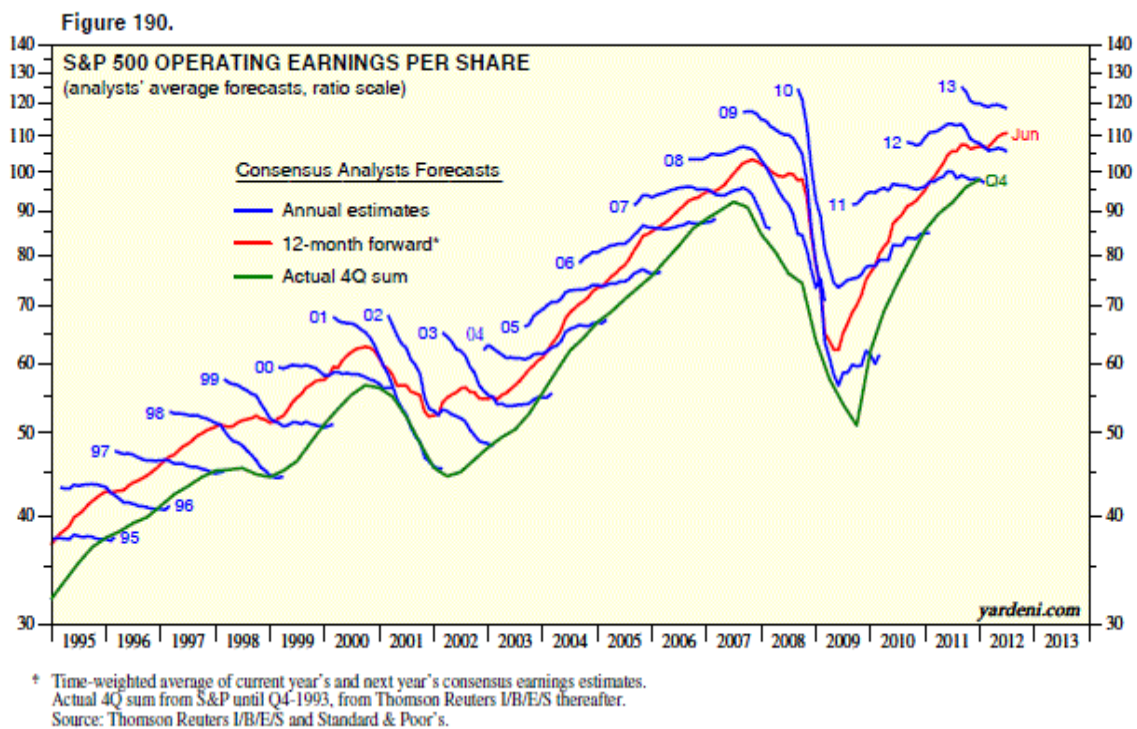
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 61: Gwałtowne obniżanie oczekiwań co do poziomu marż i wzrostu zysków jest kwintesencją prawdziwej recesji.



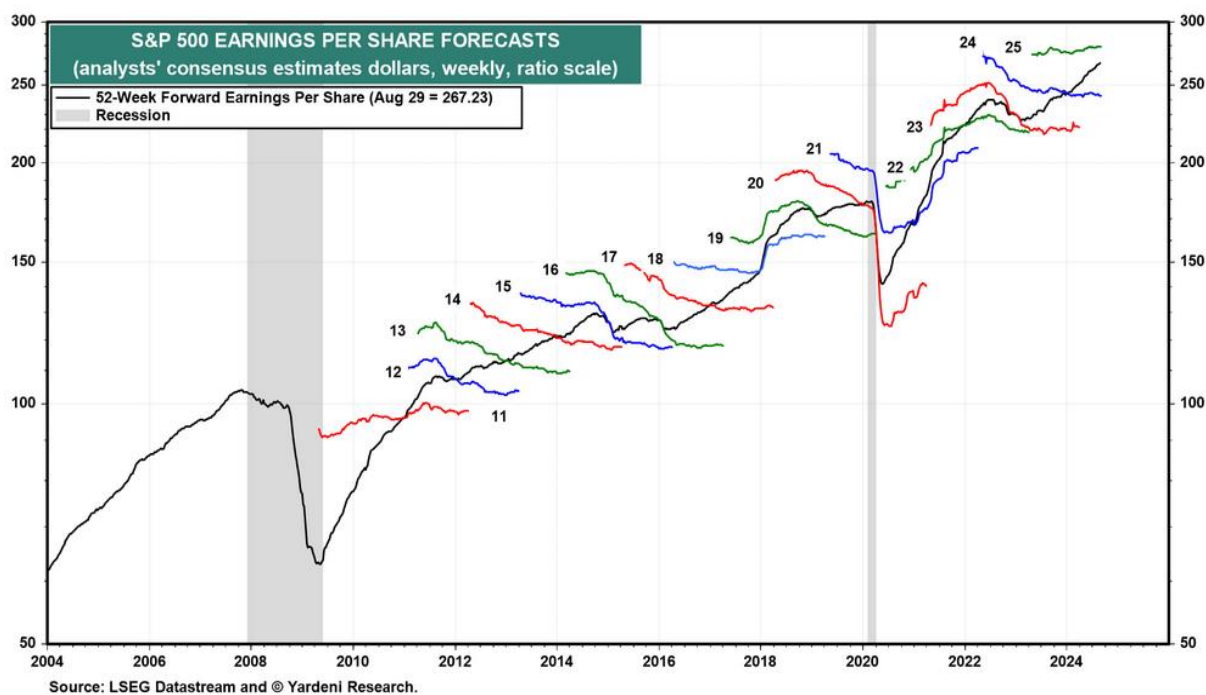
źródło: <https://www.investing.com/analysis/predictions-are-pointless-why-you-shouldnt-listen-to-gurus-200641760>

Wykres 62: Gwałtowne obniżanie oczekiwań co do poziomu marż i wzrostu zysków jest kwintesencją prawdziwej recesji.



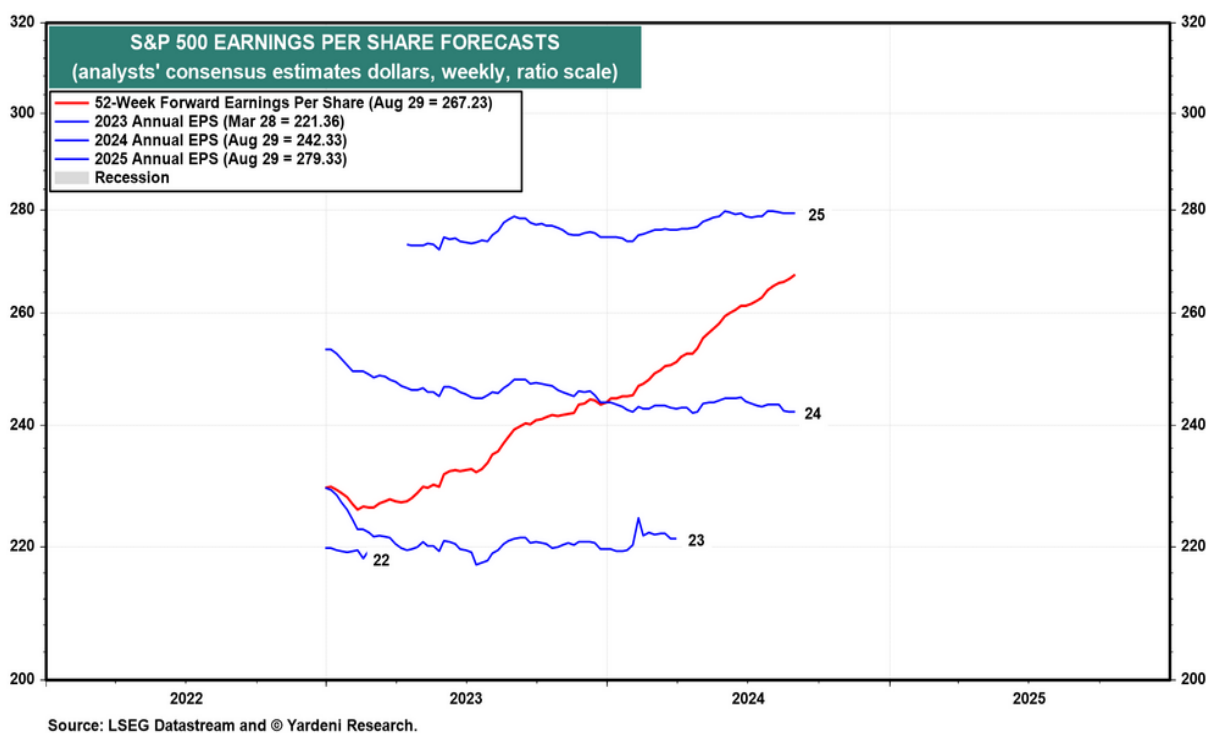
źródło: <https://www.investing.com/analysis/s-p-500-earnings:-curb-your-enthusiasm-127718>

Wykres 63: Póki co prognozowane zyski w latach 2024-2025 nadal są rekordowe.



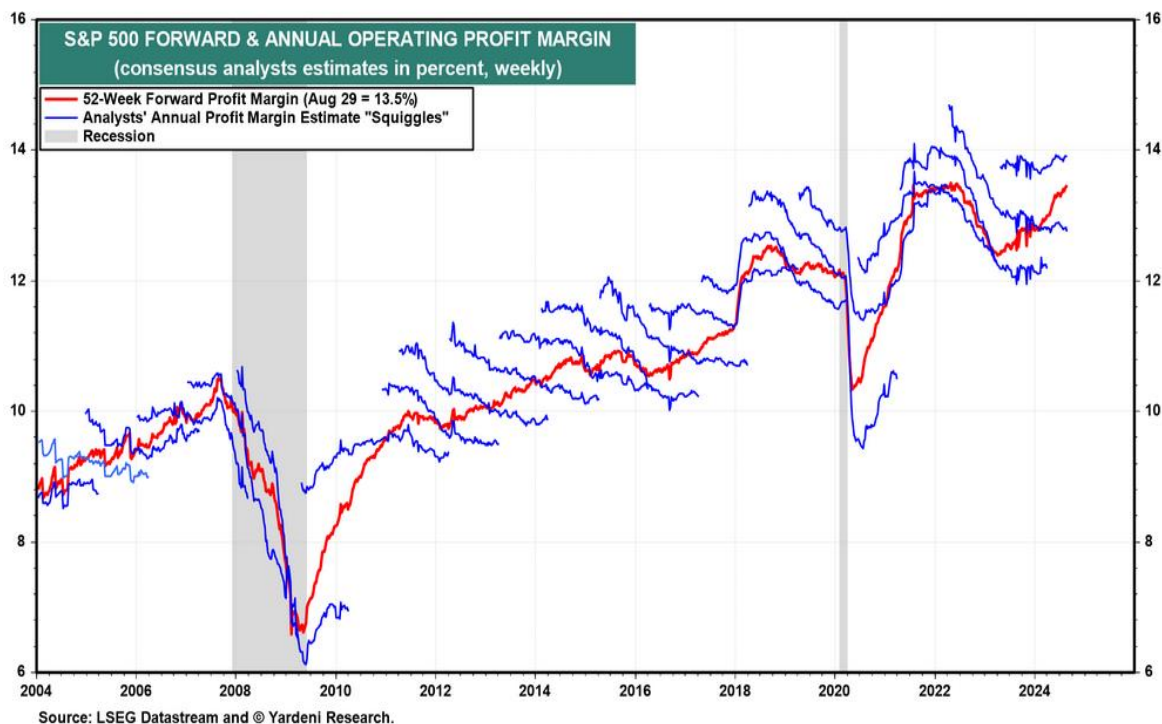
źródło: <https://yardeni.com/>

Wykres 64: Póki co prognozowane zyski w latach 2024-2025 nadal są rekordowe.



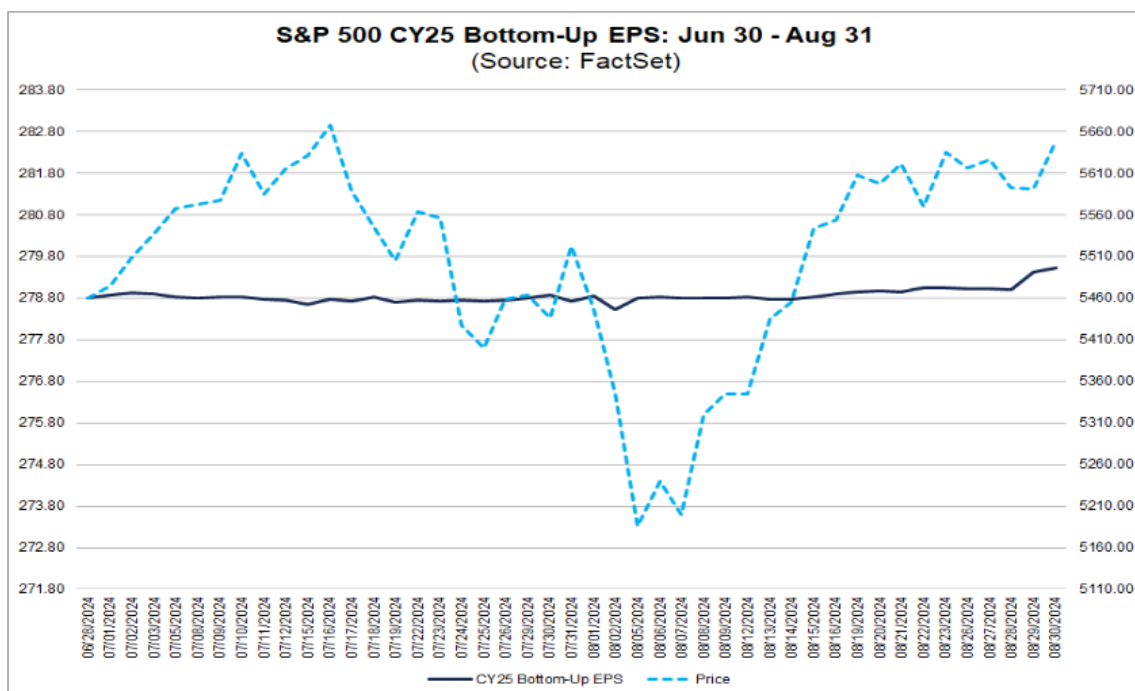
źródło: <https://yardeni.com/>

Wykres 65: Oczekiwany poziom marż dla spółek z indeksu S&P500 wciąż ma być rekordowy.



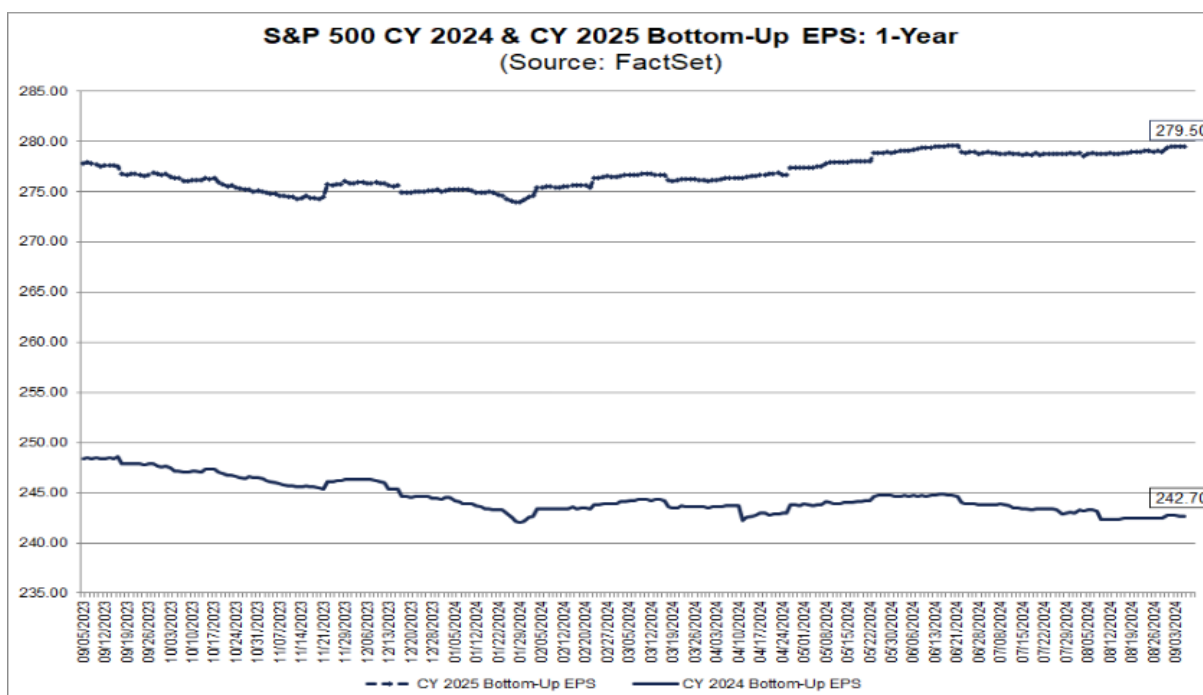
źródło: <https://yardeni.com/>

Wykres 66: Wakacyjne turbulencje na rynkach nie zmieniły wiele w ocenie perspektyw finansowych firm z Wall Street na 2025 rok.



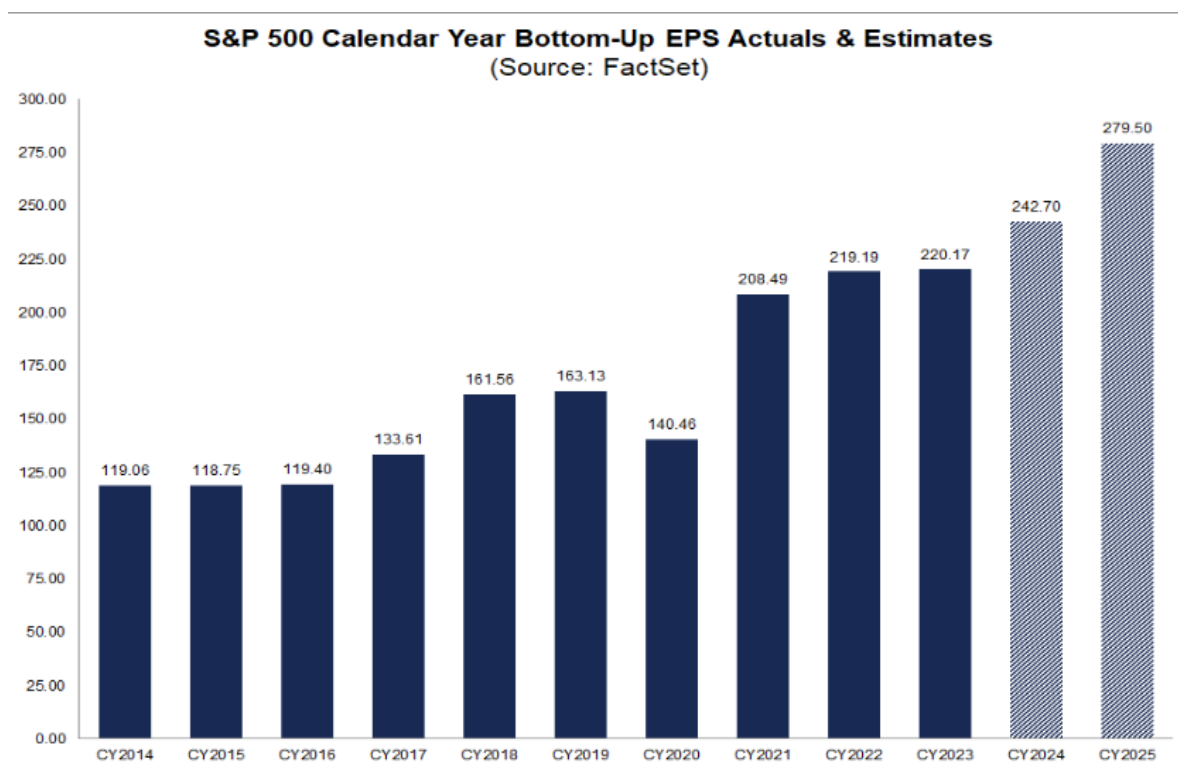
Źródło: <https://www.factset.com/>

Wykres 67: Według spółek i analityków w przyszłym roku wyniki mają znacząco się poprawić.



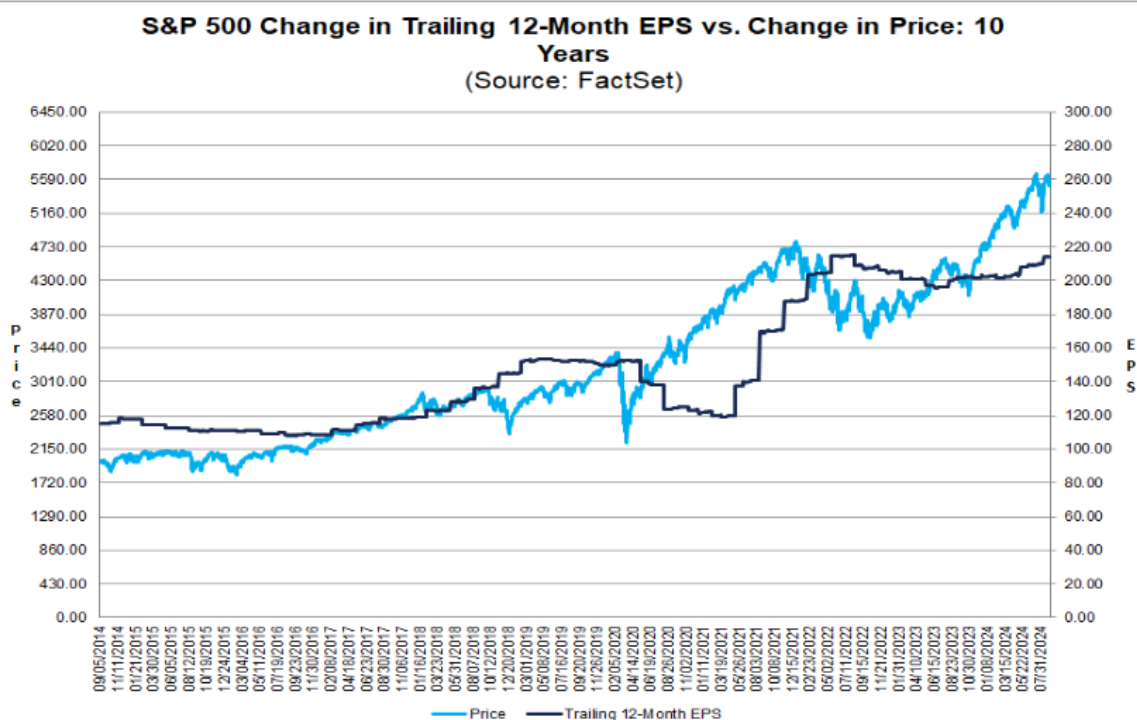
Źródło: <https://www.factset.com/>

Wykres 68: Po dwóch latach stabilizacji zysków na rekordowych poziomach, w latach 2024-2025 mamy mieć do czynienia ze znaczącym wzrostem.



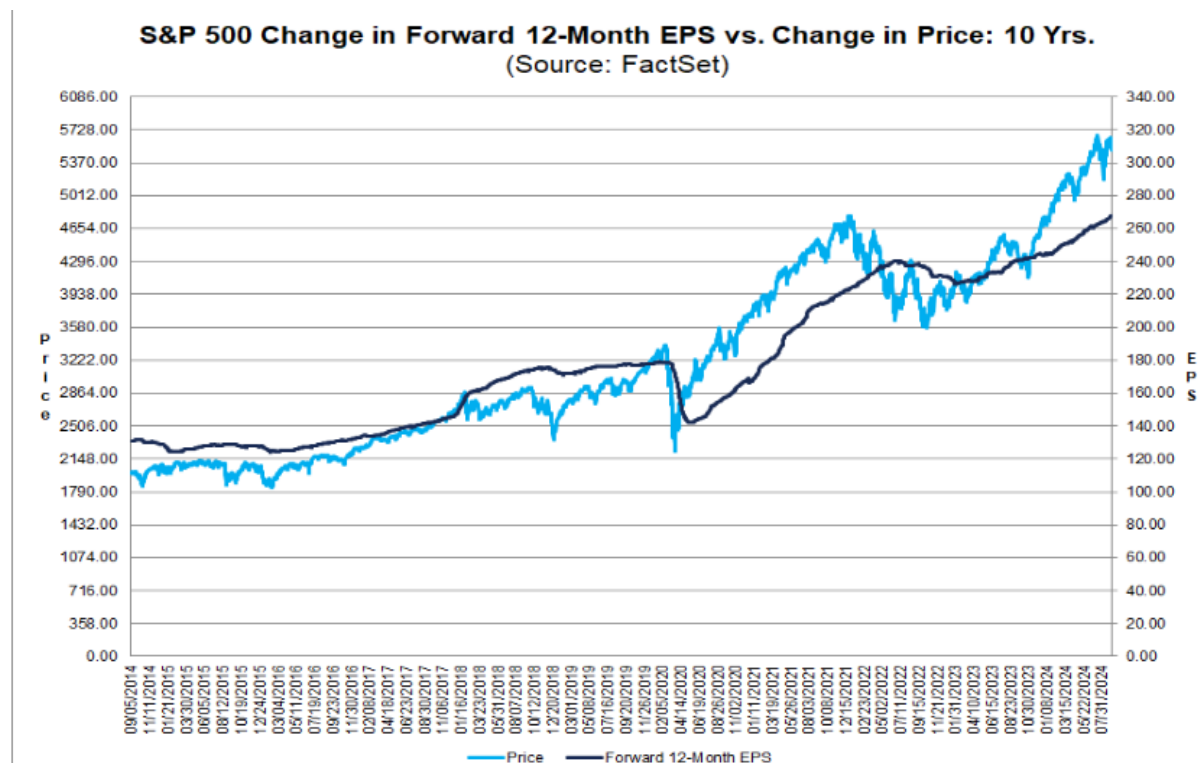
Źródło: <https://www.factset.com/>

Wykres 69: W przypadku indeksu S&P500 rzeczywiste wyniki za ostatnie 12 miesięcy zaczęły się już poprawiać.



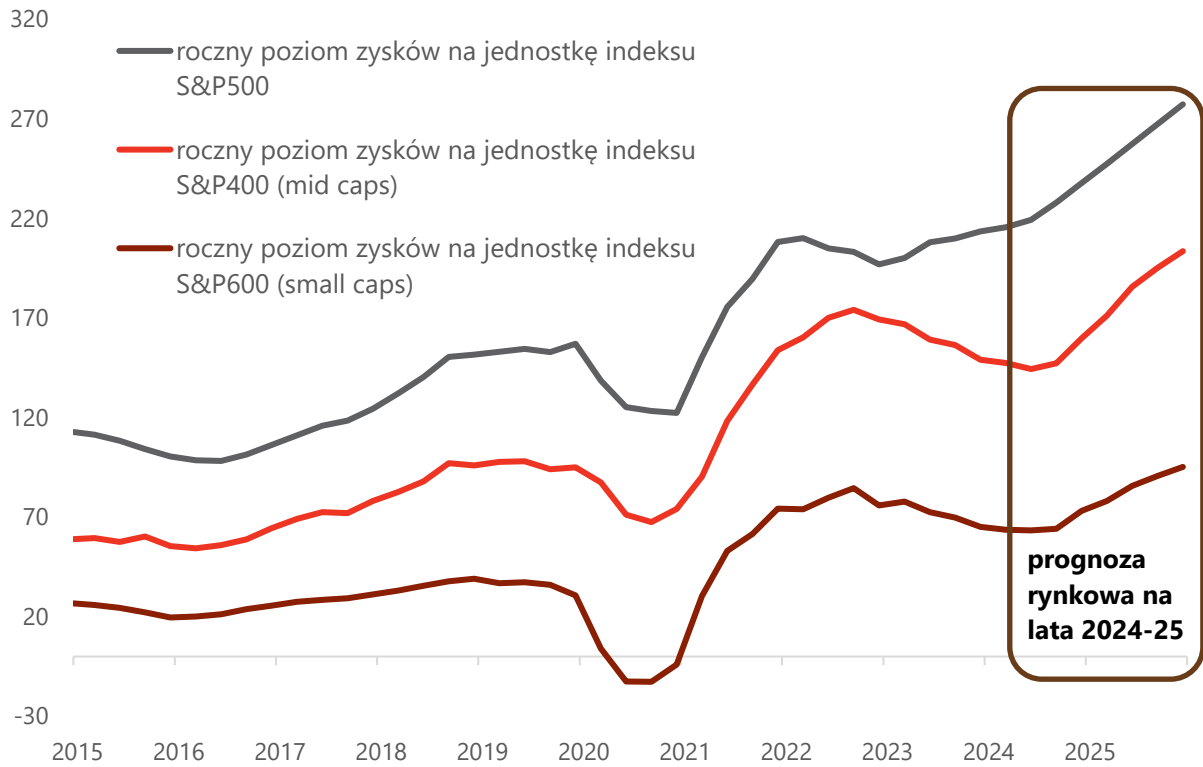
Źródło: <https://www.factset.com/>

Wykres 70: W kolejnych 12 miesiącach ma być tylko lepiej.



Źródło: <https://www.factset.com/>

Wykres 71: Poprawa wyników finansowych w latach 2024-2025 ma objąć nie tylko największe, ale również mniejsze spółki z Wall Street.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Materiał ma charakter wyłącznie edukacyjno-informacyjny.

Materiał oraz zawarte w nim prognozy stanowią wyraz poglądów jego autora (autorów) 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 autor (autorzy) oraz Investors TFI S.A. nie gwarantują ich poprawności, kompletności i aktualności.

Autor (autorzy) oraz Investors TFI S.A. zastrzegają sobie możliwość zmiany przedstawionych opinii, w tym w przypadku zmiany sytuacji rynkowej, bez konieczności powiadamiania o niej adresatów niniejszego materiału.

Autor (autorzy) oraz Investors TFI S.A. nie gwarantują 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, oferty w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego.

Wnioski wyciągnięte na podstawie przedstawionych komentarzy i prognoz nie powinny stanowić samodzielnej podstawy jakichkolwiek decyzji inwestycyjnych. Autor (autorzy) oraz Investors TFI S.A. nie ponoszą odpowiedzialności za jakiegokolwiek szkody mogące powstać w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji. Komentarz udostępniany jest nieodpłatnie.

Niniejszy materiał nie zawiera pełnych informacji niezbędnych do oceny ryzyka związanego z inwestycją w papiery wartościowe oraz inne instrumenty finansowe.

Dotychczasowe wyniki funduszy inwestycyjnych nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników przyszłości. Investors TFI S.A. ani zarządzane przez nie fundusze nie gwarantują osiągnięcia założonych celów inwestycyjnych funduszy. Przed podjęciem decyzji o nabyciu jednostek uczestnictwa funduszu, należy zapoznać się z Prospektem informacyjnym, dokumentem kluczowych informacji dla inwestorów oraz informacją dla klienta alternatywnego funduszu inwestycyjnego, które zawierają opis czynników ryzyka. Należy pamiętać, iż inwestycje dokonywane przez fundusz inwestycyjny obarczone są ryzykiem, a nie stanowią wyłącznie szansy na wzrost wartości inwestycji, w związku z czym uczestnik funduszu powinien liczyć się z możliwością utraty części wpłaconego kapitału. Zyski osiągnięte z inwestycji w jednostki uczestnictwa funduszy obciążone są podatkiem od dochodów kapitałowych.

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