

„40-proc. korekta jest na horyzoncie” – oto, co wieszcy globalny bank inwestycyjny JP Morgan ustami Daniela Pinto, jednego z wiceprezesów instytucji. Pinto twierdzi, że to co widzieliśmy na rynku w lutym (sytuacja opisywana w komentarzu sprzed miesiąca) to jedynie „niewinna zabawa” wobec tego, co może się wydarzyć w przeciągu najbliższych kilkudziesięciu miesięcy. W kolejnym zdaniu dodaje jednak, że na giełdach wciąż istnieje potencjał do dalszych wzrostów, ponieważ ceny akcji „są napędzane wzrostem gospodarczym i solidnymi zyskami”.

Trudno się nie zgodzić z obydwiema częściami jego wypowiedzi. Korekta nastąpi – to jest pewne. Od czasów powojennych amerykański rynek (a w ślad za nim globalny) „nawiedziło” 9 rynków niedźwiedzia, tj. okresów, kiedy indeks spadł o więcej niż 20%. Najdłuższy miał miejsce podczas ostatniego kryzysu finansowego, zapoczątkowanego przez krach na rynku nieruchomości w USA. Amerykański rynek akcji w tym czasie dosłownie „przepełnił się”. Wiele światowych indeksów spadło jeszcze mocniej. Niewiele łagodniejszy przebieg miała bessa na przełomie wieków, po pęknięciu tzw. „banki internetowej” oraz zamachu na World Trade Center (co przedłużyło stagnację gospodarczą i minorowe nastroje inwestorów). Najkrótszy, a zarazem najgwałtowniejszy to słynny „czarny poniedziałek” 19 października 1987 roku. Jednego dnia indeks S&P500 zanurkował o około 22%.

To jakiej „maści” będzie kolejna przecena na rynkach akcji dopiero się okaże. Generalnie, począwszy od pierwszej prawdziwej powojennej bessy w roku 1957, rynki niedźwiedzia stawały się coraz dłuższe, a zakres przeceny coraz głębszy (przykładowo krach z '57 to spadek o -21%, a ostatni kryzys finansowy już o -57%).

Każdej z przecen towarzyszył kryzys gospodarczy na mniejszą lub większą skalę. U ich podłoża za każdym razem leżał nieco inny zestaw problemów gospodarczych oraz stosowanych narzędzi makroekonomicznych. Miały one jednak jeden wspólny mianownik – coraz bardziej restrykcyjna polityka monetarna, wyrażająca się rosnącymi stopami procentowymi (w tym również długoterminowymi, w postaci rentowności długoletnich obligacji skarbowych).

Apogee polityki wysokich stóp procentowych nastąpiło na początku lat '80, kiedy rentowności 10-letnich obligacji skarbowych sięgnęły poziomu 15%. Z dzisiejszego punktu widzenia - zupełnie niewyobrażalne poziomy. Popularnym wówczas powiedzeniem było „cash is trash”. Faktycznie był to jednak najlepszy moment na inwestycję w dłużne papiery wartościowe, które na przestrzeni całej dekady przyniosły nigdy nie spotykane wcześniej (ani później) stopy zwrotu rzędu ok. 12% rocznie.

ŚREDNIOROCZNE STOPY ZWROTU WYBRANYCH KLAS AKTYWÓW DLA RYNKU AMERYKAŃSKIEGO

	Average Dividend Yield	Earnings Growth	Nominal GDP Growth	Inflation Rate	Average 10 Yr. Yield	Stock Returns	Bond Returns
1930s	5.5%	-5.7%	-1.4%	-2.0%	2.9%	-0.9%	4.0%
1940s	5.7%	9.9%	11.2%	5.4%	2.3%	8.5%	2.5%
1950s	4.9%	3.9%	6.3%	2.2%	3.0%	19.5%	0.8%
1960s	3.2%	5.5%	6.6%	2.5%	4.7%	7.7%	2.4%
1970s	4.0%	9.9%	9.7%	7.4%	7.5%	5.9%	5.4%
1980s	4.2%	4.4%	8.3%	5.1%	10.6%	17.3%	12.0%
1990s	2.4%	7.7%	5.6%	2.9%	6.7%	18.1%	7.4%
2000s	1.8%	0.6%	3.9%	2.5%	4.5%	-1.0%	6.3%
2010s	2.0%	16.6%	4.1%	1.9%	2.5%	15.7%	4.2%

Źródło: Shiller Online Data, FRED

Wróćmy jednak do czasów współczesnych. Obecna rentowność 10-letnich obligacji skarbowych to „zaledwie” 2,8%. Wypadałoby w tym momencie nawiązać do drugiej części prognozy wiceszefa JP Morgana, mówiącej o „potencjale do dalszych wzrostów”. W swojej wypowiedzi nawiązuje on do przywoływanej już przez nas we wcześniejszym komentarzu relacji pomiędzy stopami zwrotu na rynkach akcji a oprocentowaniem obligacji (widoczne również w tabelce powyżej). „Zwykle mamy do czynienia z takim cyklem: rosną stopy procentowe, stopy rynkowe doganiają je i dochodzi do korekty na akcjach” – powiedział Pinto. Przez stopy rynkowe ma zapewne na myśli stopę dochodowości amerykańskiego rynku akcji, która obecnie wynosi około 6% (bazując na prognozach zysków na ten rok). Porównanie z oprocentowaniem skarbówek (wspomniane 2,8%) jednoznacznie wskazuje na atrakcyjność rynku akcyjnego. Dla rynku polskiego sytuacja jest bardzo podobna – ok 7,5% vs. 3,5% dla polskich 10-letnich obligacji skarbowych.

Skąd więc wzięła się ta ostatnia nerwowość na rynkach akcji? Wygląda na to, że na tym niewzburzonym oceanie pozytywnych informacji napływających do inwestorów na przełomie roku (obniżka podatków w USA, szereg pozytywnych zaskoczeń w danych makro, lepsze od oczekiwań wyniki spółek za oceanem), pojawiły się pierwsze niespokojne fale. Najważniejsza z nich to oczywiście ustanowienie przez prezydenta Donalda Trumpa ceł na import stali i aluminium do USA. Decyzja ta przywołała widmo międzypaństwowej wojny celnej, która mogłaby położyć się cieniem na tempie globalnego wzrostu gospodarczego, a tym samym na wynikach spółek (również tych notowanych w Polsce). Amerykański prezydent wydaje się bardzo zdeterminowany w realizowaniu swoich pomysłów, o czym świadczy zdymisjonowanie „myślących inaczej”: głównego doradcy ekonomicznego Gary'ego Cohna, czy sekretarza stanu Rex'a Tillersona.



**EQUES
INVESTMENT
TFI SA**

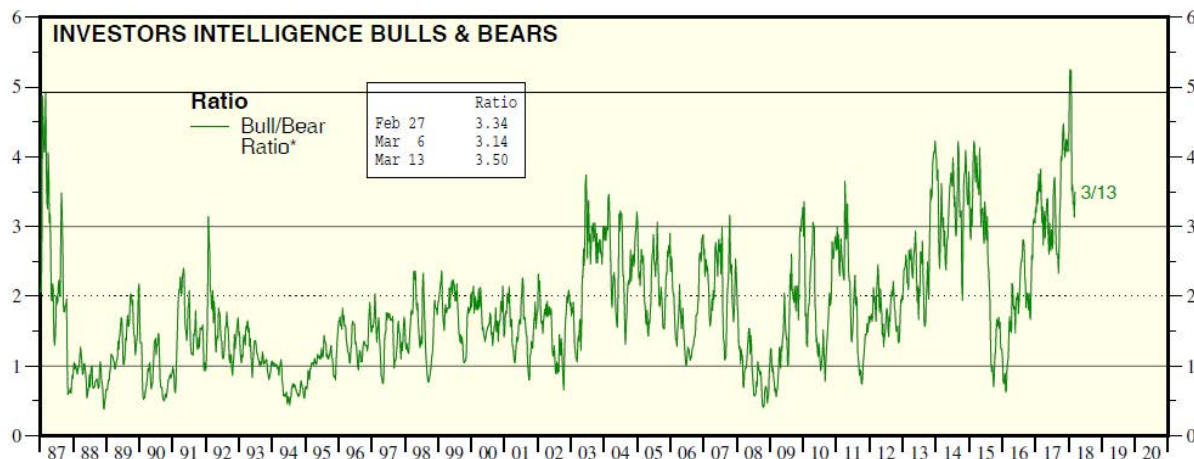
Oddział w Warszawie:
Plac Bankowy 1
00-139 Warszawa
tel.: (+48) 22 379 46 00
fax: (+48) 22 379 46 10
e-mail: warszawa@eitfi.pl

Siedziba:
ul. Chłopska 53
80-350 Gdańsk
tel.: (+48) 58 761 00 00
fax: (+48) 58 761 00 01
e-mail: biuro@eitfi.pl

Decyzja Trumpa rzuciła światło na napiętrzący się problem amerykańskiej gospodarki – nieustannie rosnący deficyt handlowy tego kraju (nieprzerwanie od połowy lat '70). Obecnie wynosi on niecałe 600 mld \$. Dla porównania – to poziom zbliżony do aktualnego PKB Polski (!).

Napływ negatywnych informacji przełożył się na zdecydowane pogorszenie rynkowych nastrojów, które jeszcze półtora miesiąca temu sięgały zenitu (wykres poniżej). Inwestorzy w mig zdjęli „różowe okulary”.

SENTYMENT INWESTORÓW W USA : WSKAŹNIK BYKI-NIEDŹWIEDZIE



Źródło:Yardeni Research

Również w kraju gwałtowna przecena wywarła wrażenie. Z krajowych funduszy akcji wycofano w lutym około 600 mln zł, najwięcej od czerwca 2016 r., czyli wydarzenia znanego jako „brexit”. Oczywiście ew. wojna handlowa to jednoznacznie negatywny scenariusz dla rynków akcji. Jest jednak za wcześnie aby przesądzać, w jakim kierunku będą zmierzać kolejne działania administracji prezydenta Trumpa oraz, czy nastąpią ew. działania odwetowe innych dotkniętych cłami państw.

Wygląda więc na to, że pomimo relatywnie atrakcyjnych wycen na rynkach akcji, o wzrostach indeksów „jak od linijki” (tak jak to miało miejsce w 2017 r.), możemy najprawdopodobniej na jakiś czas zapomnieć.

MICHAŁ ZASADZKI

Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie informacyjny i promocyjny, w żadnym zatem wypadku nie może być traktowany jako oferta w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 roku Kodeks cywilny (Dz. U. 2017.459 tekst jednolity z dnia 2 marca 2017). Materiał ten nie stanowi także usługi doradztwa finansowego czy inwestycyjnego oraz udzielania rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych lub ich emitentów w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. 2017.1768 tekst jednolity z dnia 22 marca 2017), a także nie jest formą świadczenia pomocy prawnej. Prezentowane dane oparte są na opracowaniach własnych Towarzystwa, chyba że w materiale wskazano wyraźnie inne źródło pochodzenia danych. Wymagane prawem informacje, w tym: szczegółowy opis czynników ryzyka związanych z nabywaniem jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych, wysokość i sposób pobierania opłat manipulacyjnych, wysokość kosztów obciążających fundusz oraz obowiązki podatkowe związane z dokonaniem inwestycji, zawarte są odpowiednio: w prospekcie informacyjnym funduszu i/lub kluczowych informacjach dla inwestorów („KIID”) albo w statucie funduszu i/lub w warunkach emisji certyfikatów inwestycyjnych funduszu. Osoby zainteresowane nabyciem jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych, przed podjęciem decyzji inwestycyjnej, powinny uważnie zapoznać się z tymi dokumentami. Prospekty informacyjne funduszy, KIID-y, aktualna Tabela Działalności i statuty funduszy dostępne są na stronie internetowej EQUES Investment TFI SA („Towarzystwo”) www.eitfi.pl, w siedzibie Towarzystwa i w oddziale w Warszawie, a także - w przypadku dokumentów odnoszących się do specjalistycznych funduszy otwartych, w punktach zbywania i odkupywania jednostek uczestnictwa. Warunki emisji certyfikatów inwestycyjnych funduszy zamkniętych stanowią załącznik do propozycji nabycia certyfikatów inwestycyjnych, przesyłanej lub w inny sposób udostępnianej nabywcom certyfikatów, do których jest ona skierowana. Fundusze nie gwarantują osiągnięcia założonego celu inwestycyjnego, ani uzyskania określonych lub podobnych do osiągniętych dotychczas wyników inwestycyjnych. Prezentowane wyniki dotyczą okresów wyraźnie wskazanych w niniejszym materiale i oparte są wyłącznie na danych historycznych. Ze względu na skład portfela inwestycyjnego lub na stosowane techniki zarządzania portfelem inwestycyjnym, wartość aktywów netto funduszy może cechować się dużą zmiennością. Inwestowanie w jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne wiąże się z ryzykami, a Uczestnicy powinni liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części zainwestowanych środków. Indywidualna stopa zwrotu Uczestnika nie jest tożsama z wynikami inwestycyjnymi funduszu i jest uzależniona od dnia zbycia oraz dnia odkupienia jednostek uczestnictwa albo od ceny nabycia i dnia wykupienia certyfikatów inwestycyjnych, a także od poziomu pobranych opłat manipulacyjnych oraz zapłaconego podatku bezpośrednio obciążającego dochód z inwestycji, w szczególności podatku od dochodów kapitałowych. Przy lokowaniu aktywów Subfundusze EQUES SFIO mogą nie stosować ograniczeń, o których mowa w art. 100 ust. 1 i 2 Ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (Dz. U. z 2004 Nr 146 poz. 1546 ze zmianami), w stosunku do papierów wartościowych emitowanych, poręczanych lub gwarantowanych przez: a) Skarb Państwa, b) Narodowy Bank Polski, c) Republikę Federalną Niemiec, d) Stany Zjednoczone Ameryki, e) Cesarstwo Japonii, f) Republikę Turcji (tj. mogą lokować powyżej 35% wartości aktywów w takie papiery wartościowe). Niniejszy materiał chroniony jest prawem autorskim na podstawie ustawy z dnia 4 lutego 1994 roku o prawie autorskim i prawach pokrewnych (Dz. U. 2017.880 tekst jednolity z dnia 5 maja 2017), a prawa autorskie do materiału przysługują wyłącznie EQUES Investment TFI SA z siedzibą w Gdańsku. Bez wyraźnej zgody Towarzystwa materiał ten nie może być w całości ani w części kopiowany, udostępniany lub wykorzystywany w inny sposób.



**EQUES
INVESTMENT
TFI SA**

Oddział w Warszawie:
Plac Bankowy 1
00-139 Warszawa
tel.: (+48) 22 379 46 00
fax: (+48) 22 379 46 10
e-mail: warszawa@eitfi.pl

Siedziba:
ul. Chłopska 53
80-350 Gdańsk
tel.: (+48) 58 761 00 00
fax: (+48) 58 761 00 01
e-mail: biuro@eitfi.pl