

**Według danych MSCI akcje amerykańskie spadły w ciągu ostatniego roku o nieco ponad 1%, akcje europejskie o 12%, a akcje z rynków wschodzących aż o 22%. To dość słaby wynik, jak na obecne otoczenie makroekonomiczne oraz ultra łagodną politykę monetarną ECB. Dodatkowo wśród inwestorów panują pesymistyczne nastroje i brak wiary we wzrosty. Czy tak może wyglądać początek dłuższego trendu spadkowego?**

Ciekawych informacji na temat aktualnego sentymentu wśród inwestorów dostarcza majowa ankieta BofA Merrill Lynch przeprowadzona wśród zarządzających globalnymi funduszami inwestycyjnymi o łącznych aktywach 600 mld USD. Poziom gotówki w aktywach ankietowanych funduszy znajduje się w trendzie wzrostowym od kilku lat (wykres 1). W lutym br. udział gotówki w aktywach osiągnął 5,8%, czyli więcej niż w trakcie kryzysu finansowego z lat 2008-2009 i był to jednocześnie najwyższy poziom od listopada 2001 roku. W maju br. udział gotówki był tylko nieznacznie niższy i wyniósł 5,5%. Zwykle wysoki udział gotówki w aktywach stanowi wsparcie dla cen akcji i sprzyja ich wzrostom (poziom większy niż 5% uznawany jest za sygnał kupna, a mniejszy niż 3,5% za sygnał sprzedaży). Tak było np. w latach 2011 oraz 2012 roku, kiedy wysoki udział gotówki był skorelowany z ważnymi minimami cen akcji, po których dominował wyraźny trend wzrostowy.

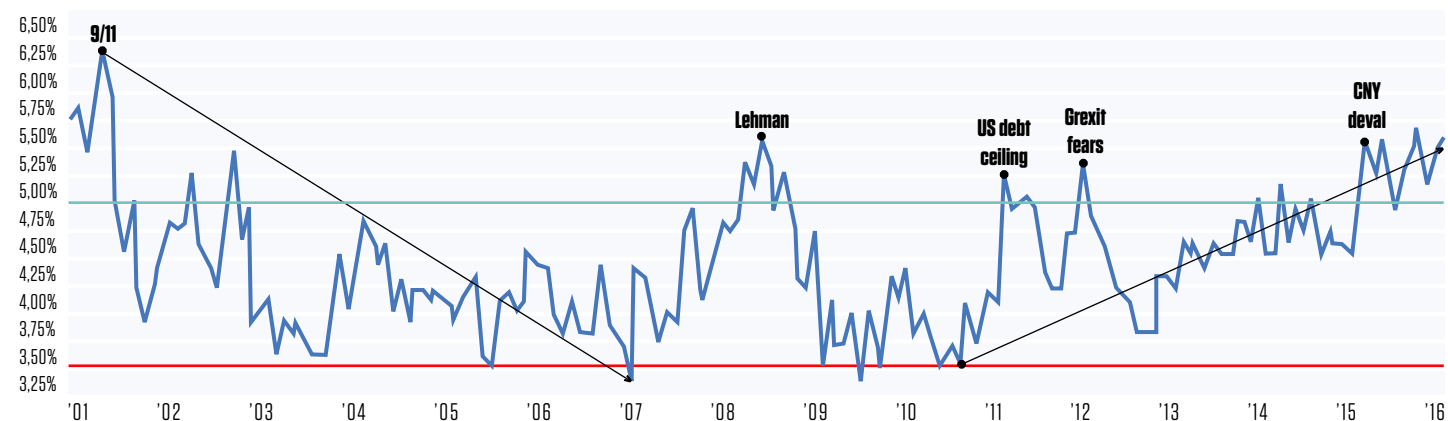
Kolejnym wskaźnikiem opisującym sentyment inwestorów jest ich chęć do inwestowania w spółki wzrostowe, które z definicji zachowują się lepiej w trakcie hossy (wykres 2). Cechą charakterystyczną w świecie po kryzysie finansowym jest generalnie ostrożne podejście do inwestowania we „wzrost”. Jednakże obecny pesymizm inwestorów osiąga rozmiary porównywalne z początkiem 2009 roku, kiedy rozpoczęła się hossa po zakończeniu kryzysu finansowego. Zupełnie inaczej wyglądałby wskaźnik u szczytu hossy w 2007 roku (wykres 2). Aktualny poziom wskaźnika odzwierciedla pesymistyczne oczekiwania inwestorów, co do kondycji gospodarki oraz wyników spółek.

BofA Merrill Lynch skonstruował indeks opisujący aktualną „skłonność do ryzyka” wśród inwestorów (wykres 3). Bazuje on między innymi na podstawie aktualnej alokacji w poszczególne aktywa, poziomu gotówki i horyzontu inwestycyjnego. W chwili obecnej jego wartość jest na poziomie 1,2 odchylenia standardowego poniżej średniej, co zwykle stanowi sygnał kupna. Tak było np. na początku 2003 roku oraz w latach 2011 oraz 2012. Wyjątkowy pod tym względem był okres kryzysu finansowego, kiedy pesymizm inwestorów osiągnął znacznie większe rozmiary a poziom wskaźnika spadł w okolice 3 odchylenia standardowych poniżej średniej.

Ankieta BofA Merrill Lynch wskazuje ponadto na stopniową poprawę sentymentu do rynków wschodzących. Jeszcze w styczniu niedoważenie funduszy globalnych na rynkach wschodzących sięgało 33%, co było drugim najniższym poziomem w historii ankiety. Tymczasem w maju fundusze były już nawet przeważone (+2%), ale wciąż o 0,7 odchylenia standardowego poniżej średniego poziomu zaangażowania na rynkach wschodzących. Niestety wciąż trudno uznać to za zapowiedź długoterminowej zmiany trendu na rynkach wschodzących, ponieważ podobny schemat był już przerabiany w 2014 roku. Kilkumiesięcznej relatywnej sile rynków wschodzących towarzyszyło dynamiczne zmniejszenie niedoważenia funduszy globalnych (wykres 4). To, co się dzieje w roku bieżącym na rynkach wschodzących można jak na razie zakwalifikować, jako klasyczny „short squiz”, a dopiero kontynuacja wzrostów i dalsza poprawa sentymentu inwestorów stanowiłaby potwierdzenie zmiany trendu na wzrostowy w dłuższym horyzoncie. Aby tak się stało, przydałoby się także wsparcie ze strony rynków towarowych, które według ankiety BofA Merrill Lynch są istotnie niedoważone w portfelach funduszy w zasadzie nieprzerwanie od ponad 3 lat.

Dlaczego rynki w Europie zachowują się tak słabo na tle USA, pomimo trwającego programu skupu aktywów przez ECB? Ankieta BofA Merrill Lynch sugeruje możliwą odpowiedź. Ekspozycja globalnych funduszy na rynku amerykańskim znajduje się w okolicach 8-letniego minimum (niedoważenie rzędu -18%). Zarządzający prawdopodobnie sprzedawali amerykańskie akcje oczekując gorszych wyników spółek (akcje amerykańskie są niedoważone już od marca 2015, a wyniki spółek spadają r/r już od czterech kwartałów z rzędu), co może oznaczać, że są one już uwzględnione w cenach tych akcji. Tymczasem akcje europejskie jeszcze w IV kwartale były niemal rekordowo przeważone w portfelach (+60%), a więc można przypuszczać, że ktoś, kto miał kupić akcje pod ultra gołębią politykę ECB, uczynił to już wcześniej. Od tego czasu zarządzający redukują ekspozycję w Europie, a przeważenie stopniowo spada (+26% w maju), w związku z czym ceny europejskich akcji znajdują się pod presją.

## Udział gotówki w aktywach globalnych funduszy (Wykres 1)



Źródło: BofA Merrill Lynch GFMS

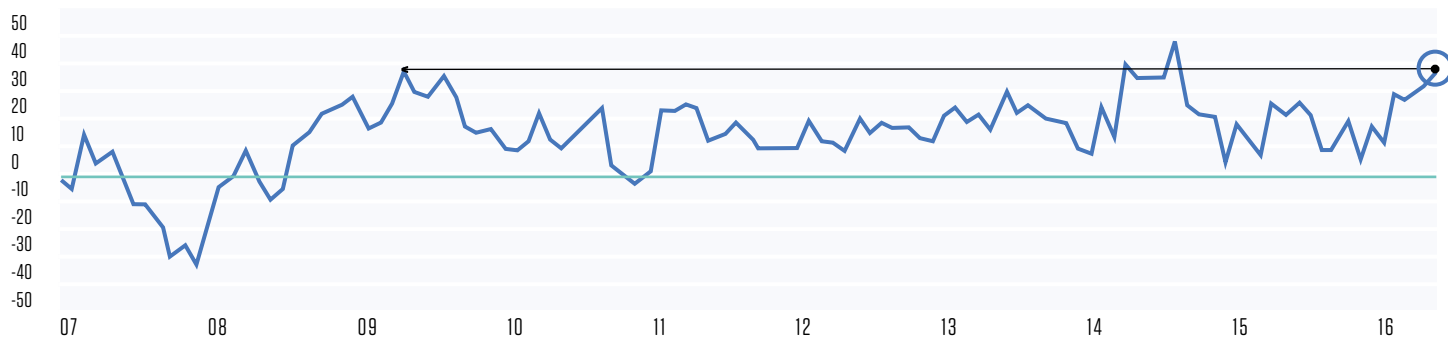


**EQES  
INVESTMENT  
TFI SA**

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

## Udział zarządzających przewidujących, że lepsze efekty przyniesie inwestowanie w wartość niż wzrost (spółki wzrostowe będą zachowywać się słabiej) (Wykres 2)



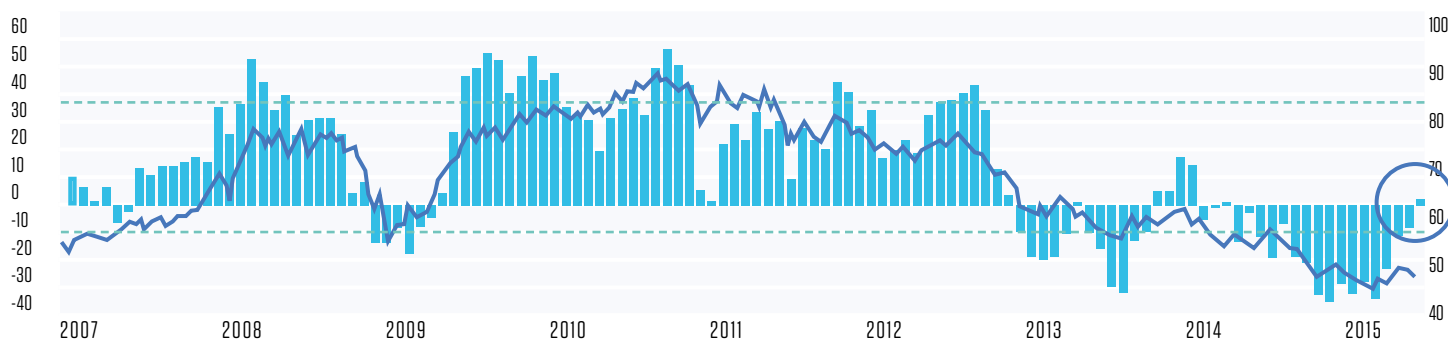
Źródło: BofA Merrill Lynch GFMS

## Indeks opisujący aktualną „skłonność do ryzyka” wśród inwestorów (Wykres 3)



Źródło: BofA Merrill Lynch GFMS

## Udział zarządzających deklarujących przeważenie na rynkach wschodzących na tle relatywnego zachowania MSCI EM vs MSCI World (Wykres 4)



Źródło: BofA Merrill Lynch GFMS



**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

Niska skłonność do ryzyka oraz wysoki udział gotówki w portfelach może oznaczać, że zarządzający są przygotowani na zły scenariusz rozwoju światowej gospodarki. Jeśli w najbliższych miesiącach nie wydarzy się nic spektakularnego (na wzór kryzysu finansowego w 2008 roku), co mogłoby zachwiać koniunkturą gospodarczą na świecie, to potencjalnie może pojawić się spora przestrzeń do wzrostów cen akcji. Pod względem wyceny najciekawiej wyglądają akcje w Europie oraz na rynkach wschodzących i to one mogą być największymi beneficjentami ewentualnego pozytywnego scenariusza. Według danych MSCI akcje europejskie w okresie od 1970 roku były wycenione średnio o 25% taniej niż amerykańskie pod względem wskaźnika cena/wartość księgowa (P/BV). W chwili obecnej dyskonto sięga już 40%, a dodatkowo akcje w Europie oferują prawie o 70% wyższą stopę dywidendy (według danych od 1970 roku stopa dywidendy dla spółek europejskich była średnio o 1/3 wyższa niż w przypadku spółek amerykańskich). Z kolei wycena spółek na rynkach wschodzących w oparciu o wskaźnik P/BV stanowi zaledwie połowę wyceny spółek amerykańskich, podczas, gdy oferowana przez nie stopa dywidendy jest o 1/3 wyższa. Z drugiej strony niedowarzenie spółek amerykańskich w portfelach funduszy, może stanowić istotny powód do ich kupna pomimo relatywnie mniej atrakcyjnej wyceny, zwłaszcza w sytuacji, gdy wyniki spółek zaczęłyby pozytywnie zaskakiwać. Czy II kwartał może przynieść dobry sezon wyników w USA? Choć bardzo nieśmiało, to jednak pojawiają się już pierwsze takie opinie wśród uczestników rynku.

## 4. URODZINY, 4 FUNDUSZE O OPŁAT

SKORZYSTAJ Z PROMOCJI EQUES SFIO

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. Nr 16, poz. 93 z późn. zm.). 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. z 2005 r. Nr 183, poz. 1598), 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 Opłat i statuty funduszy dostępne są na stronie internetowej EQUES Investment TFI SA („Towarzystwo”) [www.eitfi.pl](http://www.eitfi.pl), w siedzibie Towarzystwa i w oddziale w Warszawie, a także - w przypadku dokumentów odnoszących się do specjalistycznych funduszy otwartych, w punktach zbývania 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 łączona 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 (Dz. U. z 2014, poz. 157 z późn. zm.), 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 (tekst jednolity Dz. U. z 2000 r. Nr 80, poz. 904 z późn. zm.), 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](mailto: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](mailto:biuro@eitfi.pl)