

W minionym tygodniu amerykański indeks S&P500 ustanowił nowy rekord notowań. Poziom 2940 punktów został przekroczony w czwartek, jednak już dzień później notowania spadły. Poziom okrągłych 3 tys. punktów jest jednak wciąż „w zasięgu ręki”.

Kolejne rekordowe poziomy naturalnie rodzą pytanie, czy nie jest już za drogo?

Jednym z ciekawych wskaźników, które „z lotu ptaka” pokazują aktualny poziom wycen amerykańskich spółek, jest relacja ich kapitalizacji do aktualnego poziomu produktu krajowego brutto. Obecny poziom to ok 160%, co oznacza że spółki zza oceanu (zrzeszone w najbardziej reprezentatywnym indeksie Wilshire 5000) są wyceniane o 60% wyżej, niż wartość dóbr i usług wyprodukowanych w amerykańskiej gospodarce na przestrzeni ostatniego roku. Co więcej, wg tego zestawienia wyceny są najwyższe w historii, znacząco powyżej poziomów z 1999 czy 2007 r., a więc lat poprzedzających duże spadki na giełdach. Nie należy jednak bić od razu na alarm. Kapitalizację giełdowych podmiotów należy zestawiać najpierw z aktualnymi zyskami, które generują dla akcjonariuszy, jak również z poziomem długoterminowych stóp procentowych, które wyznaczają poziom dyskonta, jakie każdy właściciel (akcjonariusz) biznesu powinien zastosować do wyliczenia przyszłych zysków (strumieni gotówki) generowanych przez daną spółkę.

Mając więc takie podłoże teoretyczne możemy określić, jaki jest aktualny poziom wycen amerykańskiego biznesu na giełdzie. Sumaryczny zysk na akcję (EPS) dla indeksu S&P500 wynosi obecnie 140 punktów (jest to wyliczenie dla całego indeksu, a więc wartość podana jest w punktach). Obecny poziom S&P to ok 2900 punktów. Wskaźnik C/Z (cena do zysku) to więc ok 21. Dla porównania w 2000 r. na chwilę przed dużą przeceną na rynkach wskaźnik ten wynosił ok 30. Wówczas oprocentowanie 10-letnich amerykańskich skarbówek sięgało jednak 6%. Oznacza to, że inwestorzy „kupując” indeks godzili się na zaledwie 3% roczny zwrot ze swojej inwestycji, podczas gdy pozbawiony ryzyka emitenta instrument, jakim jest obligacja rządowa, dawał zwrot prawie dwa razy wyższy. Oczywiście wysokie wyceny wynikały z optymistycznych prognoz co do wzrostu zysków w przyszłości. Jednak nawet ówczesny prognozowany wskaźnik C/Z był wysoki i wynosił ok 25x, tj. w dalszym ciągu nie implikował zwrotu powyżej „skarbówek”. Aktualna rentowność 10-latek wynosi ok 3%. Obecnie relacja jest więc zdecydowanie bardziej korzystna dla akcji, szczególnie jeżeli weźmiemy pod uwagę prognozowane rezultaty firm. Analitycy zakładają ok 10% wzrost zysków w 2019, co przekłada się na prognozowany C/Z w wysokości ok 16,5. Jest to poziom zbliżony dla średniej historycznej wartości tego wskaźnika w środowisku obecnych stóp procentowych.

## ŚREDNIA WARTOŚĆ WSKAŹNIKA C/Z DLA INDEKSU S&P500 DLA RÓŻNEGO PRZEDZIAŁU RENTOWNOŚCI 10-LETNICH OBLIGACJI SKARBOWYCH



Source: LPL Research, FactSet 04/27/18

\*Current 10-Year Yield = 2.96%

Obecny rok był z kolei pod dużym pozytywnym wpływem reformy podatkowej, dzięki której wyniki dostały 20% „dopalacz” (tj. zysk netto na akcję wzrósł średnio o ok 20%). Jednak wzrost indeksu na przestrzeni ostatniego 1,5 roku już z nawiązką „skonsumował” ten dodatkowy bodziec fiskalny (wzrost wycen wyniósł około dwukrotność wzrostu zysku netto). Dlatego z pewnością nie można stwierdzić, że wyceny są wyjątkowo atrakcyjne (a takie bazując na wskaźniku C/Z przeważały od 2009 do 2013 roku). Z drugiej strony wysokie tempo poprawy wyników oraz relatywnie niski poziom długoterminowych stóp procentowych w dalszym ciągu zachęcają do inwestowania w walory spółek (w tym samym czasie planowane kolejne podwyżki stóp procentowych zniechęcają do kupowania długoterminowych obligacji skarbowych).

Przedwczesne wieszczenie końca „rynku byka” bywa bardzo kosztowne. Jedna z analiz wskazuje na praktycznie 50% szansę korekty od momentu, kiedy rynki stają się „drogie” (tzn. wówczas, gdy ich 5-letni wskaźnik C/Z znajduje się powyżej 1 odchylenia standardowego powyżej swojej historycznej średniej). Oznacza to, że statystycznie jest wówczas taka sama szansa zarówno na wzrost, jak i na spadek indeksu. Przy czym zanotowany średni spadek indeksu wynosił ok 10%, a wzrost aż ok 30%. Oznacza to, że można było stracić zdecydowanie więcej „pozostając w blokach” (nie uczestniczyć



**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

we wzroście indeksu) niż teoretycznie zyskać wychodząc całkowicie z rynku akcji, obawiając się rychłej korekty (badanie przeprowadzono dla okresu 115 lat, tzn. obejmuje praktycznie całą historię amerykańskiego rynku). Dobrze podsumował to jeden z najlepszych zarządzających funduszami Peter Lynch mówiąc, że inwestorzy więcej tracą na przygotowywaniu się na korekty, niż na samych korektach rynkowych.

Aby nie poruszać się wyłącznie w sferze liczb i statystyk posłużmy się przykładem. Rok 1995 to czas, kiedy indeksy amerykańskie były już po około 15-letnim okresie wzrostu. Wartość indeksu S&P500 sięgnęła wówczas ok. 5 krotnie (!) wyższego poziomu, niż na starcie tego długiego trendu wzrostowego (początek lat '80). Pojawiały się coraz liczniejsze głosy o rychłej korekcie na rynku akcji... Rzeczywiście ona nastąpiła, ale dopiero ok 5 lat później, w latach 2000-2002. Łączny spadek indeksu wyniósł ponad 49% i była to największa przecena od 1937 roku. Mimo to indeks „w dołku” był wciąż o ok 50% (!) wyższy niż w „złowieszczym” 1995 r. Osoby, które sprzedawały wówczas akcje, nie miały więc niestety szansy powrócić na rynek przy poziomie zbliżonym, do tego przy którym wychodziły – ani w 2002 r., ani kiedykolwiek później.

W przeciwieństwie do rynku amerykańskiego, krajowe „podwórko” obfituje w coraz więcej jednoznacznie atrakcyjnie wycenianych podmiotów. Ich walory mocno przeceniły się na przestrzeni ostatniego półtora roku na fali umorzeń jednostek funduszy akcji, czy wręcz likwidacji samych funduszy. Tym tematem zajmiemy się jednak w jednym z kolejnych edycji komentarza.

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. 2017:769 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 („KID”) 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 KID-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 zbywania i odkupywania jednostek uczestnictwa. Warunki emisji certyfikatów inwestycyjnych Funduszu oraz dokument zawierający Kluczowe Informacje (KID) stanowią załącznik do propozycji nabycia certyfikatów inwestycyjnych Funduszu, przesłanej lub w inny sposób udostępnianej nabywcom certyfikatów, do których jest ona skierowana. Dokument zawierający Kluczowe Informacje (KID) dostępny jest w siedzibie oraz w oddziale Towarzystwa. 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.2018.56 tekst jednolity z dnia 10 stycznia 2018), 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 (t), 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 wyjątku 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)