



Maciej Bitner
Główny Ekonomista
Wealth Solutions

Czy akcje wrócą do łask inwestorów?

Od początku roku przeżywamy na giełdach mini-hoszę. Amerykański indeks S&P 500 zanotował najlepszy kwartał od 1998 roku, dobrze wypadły też giełdy europejskie. Czy te wzrosty są zwiastunem lepszej koniunktury na rynkach, czy to tylko krótki zryw przed kolejną bessą?

Strona | 1

By odpowiedzieć na to pytanie trzeba po pierwsze zastanowić się, co decyduje o tym, czy akcje są tanie, czy drogie. Po drugie należy spróbować przewidzieć, jak będą zmieniały się czynniki decydujące o wycenie.

Tanio czy bardzo tanio

Spójrzmy najpierw na najpopularniejszy wskaźnik cena do zysku (C/Z). Mówi on, ile dolarów trzeba zapłacić za każdy jeden dolar zysku, który generuje spółka bądź indeks (wskaźnik możemy liczyć dla rocznego zysku prognozowanego lub historycznego). W zależności od rynku historyczny wskaźnik C/Z wynosi przeciętnie między 15 a 20. Od tego przedziału zdarzają się jednak znaczne odchylenia. Przykładowo w USA w szczycie bańki technologicznej wskaźnik dla szerokiego rynku przekraczał 40, a w Japonii w pierwszej połowie lat 90-tych można było napotkać wartości przekraczające nawet 70. Zdarza się też oczywiście, że wskaźnik jest mniejszy od 15. Spadek znacznie poniżej 10 jest jednak bardzo rzadki i bywa jedynie krótkotrwały.

Obecnie wskaźnik C/Z w USA, Europie i Japonii znajduje się poniżej wieloletniej średniej dla tych rynków. Nie jest to wyjątkowa sytuacja.. W USA dla lat 60-tych oraz drugiej połowy 80-tych takie poziomy były normą. W Europie i Japonii obecne wyceny wydają się niższe niż w Ameryce – porównywalne są raczej z trudnymi dla światowej gospodarki latami 70-tych. Surowy wskaźnik C/Z może być jednak mylący i powinien stanowić przede wszystkim punkt wyjścia do dalszej analizy.

Sposób w jaki traktowane są przez inwestorów przyszłe zyski z akcji zależy od tego, ile można zarobić na instrumentach bez ryzyka. Jeżeli przykładowo dziś niemieckie akcje można kupić po cenie 11 razy wyższej niż oczekiwany tegoroczny zysk (identycznie jak pod koniec lat 70-tych) podczas gdy niemieckie 10-letnie obligacje dają zarobić rocznie 1,8% (w stosunku do 8% rentowności pod koniec lat 70-tych), to nasuwa się wniosek, że akcje są wręcz bardzo tanie.

Innymi słowy, gdyby tak zwana premia za ryzyko, czyli różnica między żądaną przez inwestorów stopą zwrotu z akcji a stopą zwrotu z instrumentów bez ryzyka, wróciła do historycznej średniej, ceny akcji powinny wzrosnąć dwu-trzykrotnie. Dopiero wtedy ich cena byłaby proporcjonalna do rekordowo drogiej obligacji rządowych.

Widać jednak, że coś tu nie gra. Akcje nie mogą być aż tak tanie. Wysokie wyceny implikowane przez modele oparte na historycznych zależnościach nie uwzględniają strukturalnej zmiany w postrzeganiu instrumentów bez ryzyka. To nie akcje są tanie tylko obligacje stały się nagle nadzwyczajnie drogie tak, że relacja, która dotąd wiązała je z akcjami uległa zmianie. Co ją spowodowało?

Przed wszystkim od czasu kryzysu finansowego gwałtownie wzrósł popyt na bezpieczne aktywa. Kupowały je masowo nie tylko prywatne instytucje finansowe, ale także banki centralne w krajach rozwiniętych (ilościowe łagodzenie) oraz rozwijających się (akumulacja rezerw). Z drugiej strony bardzo skurczyła się podaż bezpiecznych papierów wartościowych. Pierwsza fala kryzysu pozbawiła tego miana instrumenty oparte o kredyty hipoteczne. Wraz z kryzysem w strefie euro z grona bezpiecznych aktywów wypadł dług hiszpański oraz włoski. Nic więc dziwnego, że pozostałe jeszcze instrumenty bez ryzyka stały się nad wyraz cenne.

Akcje nie są więc aż tak tanie, jak wskazują na to modele oparte o historyczną premię za ryzyko i dzisiejszy poziom stóp procentowych. Spadkowi premii za ryzyko w kierunku historycznej normy towarzyszyć będzie wzrost stóp procentowych i wcale niekoniecznie wzrośnie wtedy cena akcji. Sporo innych czynników wskazuje jednak, że to ten pierwszy efekt przeważa i że akcje, choć nie są bardzo tanie, są co najmniej atrakcyjnie wycenione. Można to podsumować następująco: rynek zakłada o wiele bardziej pesymistyczny scenariusz niż ten, który się prawdopodobnie zrealizuje.

Dlaczego inwestorzy nie wierzą w akcje?

Liczne obawy, które żywią inwestorzy co do gospodarczej przyszłości albo nie są do końca zasadne, albo w dużej mierze zostaną zrównoważone przez pozytywne czynniki. Oto trzy najczęściej powtarzane powody do niepokoju.

1. Inflacja

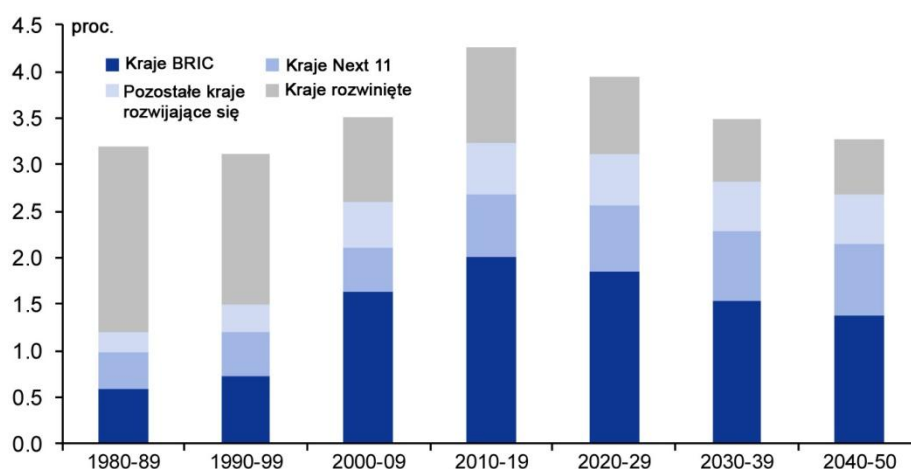
Mimo prowadzonej od 2008 roku bardzo łagodnej polityki pieniężnej, inflacja w gospodarkach rozwiniętych znacząco nie przyspieszyła. Jej wzrost w zeszłym roku był chwilowy i obecne wyraźnie spada, zbliżając się w USA i Europie do celu inflacyjnego. Dynamika udzielania kredytów jest wyraźnie niższa niż przed kryzysem, oczekiwana inflacja też jest niska: w USA rynek spodziewa się przez najbliższe 10 lat wzrostu cen w tempie 2,3% rocznie.

To prawda, że wysoka inflacja bardzo źle wpływa na stopy zwrotu z akcji, nie wydaje się jednak, żeby wzrost cen w najbliższych latach mocno przyspieszył. Inflacja zapewne przez dłuższy czas będzie utrzymywać się jedynie nieco powyżej celu, gdyż banki centralne będą zwlekały z podwyżkami stóp procentowych. Odbije się to na realnych stopach zwrotu z depozytów bankowych i obligacji, ale akcje powinny wyjść z takiej sytuacji obronną ręką.

2. Słabnący wzrost gospodarczy

Prawdą jest, że w krajach rozwiniętych nie należy się spodziewać szybkiego wzrostu gospodarczego. Konieczność prowadzenia polityki zaciskania pasa, zarówno przez rządy jak i gospodarstwa domowe nie sprzyja łatwemu zwiększaniu wydatków. Wysoki poziom długu publicznego także przyczynia się do wolniejszego tempa wzrostu. Jednak kraje rozwijające się dysponują potencjałem, który wystarczy do rozpędzenia globalnego PKB.

Rekordowa dekada dla globalnego wzrostu gospodarczego przed nami*



* wagi z uwzględnieniem parytetu siły nabywczej

Źródło: IMF, Goldman Sachs Global ECS Research

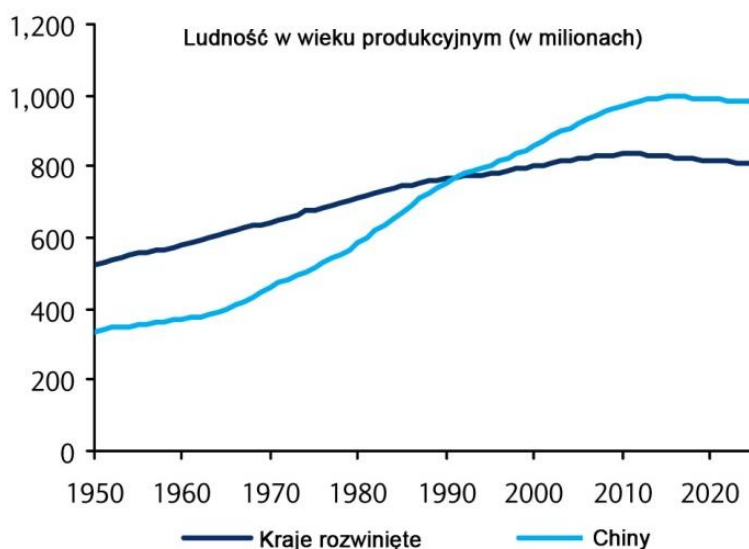
Międzynarodowy Fundusz Walutowy prognozuje, że obecna dekada będzie rekordowa pod względem światowego tempa wzrostu gospodarczego – w ciągu najbliższych pięciu lat wyniesie ono średnio rocznie około 4,5%, podczas gdy w latach 2000-2009 było to zaledwie 3,5%. Z perspektywy spółek notowanych na czołowych giełdach w Europie i USA globalne tempo wzrostu ma nie mniejsze znaczenie niż lokalne PKB. Za przykład niech posłuży niemiecki indeks DAX, który skupia spółki czerpiące 60% swoich przychodów z rynków poza Europą.

Strona | 3

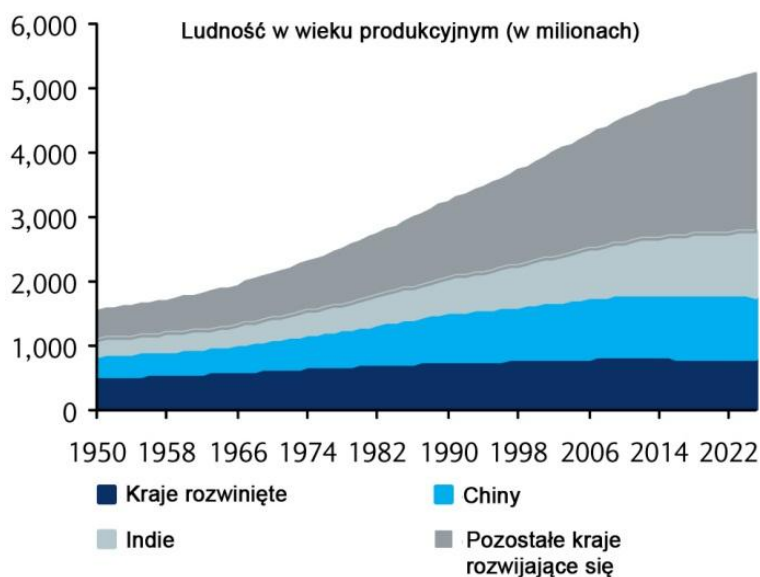
3. Starzenie się społeczeństw

Trzecim częstym powodem do niepokoju jest starzenie się społeczeństw. Powszechnie znany jest fakt, że na Zachodzie ubywa rąk do pracy, a przybywa emerytów. Jednak zjawisko to dotyka nie tylko Europy. Starzeje się cały świat – średni wiek globalnej populacji powoli pnie się do góry. Proces ten w stosunku do minionej dekady wyraźnie przyspieszy, najmocniej w Chinach, które będą za 10 lat miały strukturę demograficzną zbliżoną do tej, której kraje rozwinięte doświadczają obecnie.

Liczba ludności w wieku produkcyjnym maleje...



...ale nie wszędzie



Źródło: Haver Analytics, U.N. Population statistics

Na szczęście jednak inne gospodarki rozwijające się będą w stanie zrekompensować zawiązką ubytek chińskiej siły roboczej i łączna liczba rąk do pracy w ciągu kilku najbliższych dekad będzie rosła. Jeżeli tylko uda się tych ludzi włączyć w globalny podział pracy, podobnie jak miało to miejsce z Chińczykami, trudności demograficzne będą jedynie lokalnym a nie globalnym problemem.

Dlaczego jednak warto postawić na akcje?

Rozwianie części obaw o gospodarczą przyszłość to jedno. Wskazanie bezpośrednich powodów, dla których opłaca się obecnie zainwestować w akcje to drugie. Przyjrzyjmy się trzem takim powodom.

1. Zła dekada rodzi wyższe stopy zwrotu w kolejnych latach

Historia amerykańskiego rynku akcji wskazuje, że prawie zawsze po dekadzie ujemnych stóp zwrotu, przychodzi wyraźna poprawa. Od początku dwudziestego wieku było tylko 17 pechowych lat, kiedy to inwestycja nie pozwalała w ciągu kolejnej dekady na pomnożenie środków. Tylko raz jednak zdarzyło się, że po takim „chudym” okresie nie następowało co najmniej pięć „tłustych” lat.

Zainwestowanie w ostatnim roku bessy przynosiło przeważnie dwucyfrowe roczne stopy zwrotu przez następne pół dekady. Jedyny raz, gdy taka strategia nie pozwoliła zarobić miał miejsce w roku 1977. Po dziesięciu latach spadków nie nastąpiło odbicie dostatecznie silne, by uzyskać dodatnią realną stopę zwrotu – w latach 1977-1982 można było zarobić realnie -0,2% rocznie. I taki zarobek, w sytuacji znacznie gorszych realnych stóp zwrotu z rekordowo nisko oprocentowanych obligacji rządowych, może być pewnym pocieszeniem.

Stopy zwrotu są wysokie, gdy poprzedza je okres spadków na giełdach

Horyzont inwestycyjny i realna roczna stopa zwrotu			
Rok nietrafionej inwestycji	Stopa zwrotu z 10-letniej inwestycji rozpoczętej na końcu roku w kolumnie pierwszej	Rok rozpoczęcia kolejnej inwestycji po słabych wcześniejszych 10 latach	Stopa zwrotu z 5-letniej inwestycji rozpoczętej na początku roku w kolumnie trzeciej
1908	-0.2	1918	6.7
1909	-1.3	1919	7.4
1910	-2.8	1920	16.8
1911	-3.6	1921	19.9
1912	-0.5	1922	18.3
1929	-0.1	1939	2.1
1964	-1.2	1974	1.2
1965	-2.2	1975	2.6
1966	-0.4	1976	0.0
1967	-1.8	1977	-0.2
1968	-2.8	1978	7.2
1969	-2.4	1979	6.9
1971	-1.2	1981	14.0
1972	-2.9	1982	20.1
1998	0.0	2008	NA
1999	-4.1	2009	NA
2000	-2.7	2010	NA

Źródło: Robert Shiller Data, Goldman Sachs Global ECS Research

2. Niskie wyceny rodzą wysokie zyski

Jest jeszcze inna historyczna prawidłowość, która wskazuje na dodatnie stopy zwrotu w najbliższych latach. Szczególnie wyraźnie widać ją, gdy popatrzeć na europejskie spółki. Mowa o wskaźniku C/Z skonstruowanym przez ekonomistę Roberta Shillera, który wziął pod uwagę nie zysk z ostatniego roku lecz średni zysk z ostatnich 10 lat.

Strona | 5

Między poziomem wskaźnika Shillera a stopą zwrotu z rynku akcji w ciągu kolejnych dziesięciu lat istnieje bardzo wyraźna zależność. Im niższy poziom wskaźnika tym większy zarobek na akcjach w trakcie kolejnej dekady. Dla spółek z indeksu Stoxx 600 wskaźnik Shillera wynosi około 10, co wskazuje na realne stopy zwrotu w kolejnych latach na poziomie ok. 10% rocznie.

Cyklicznie uśredniony wskaźnik C/Z i realne stopy zwrotu z akcji europejskich

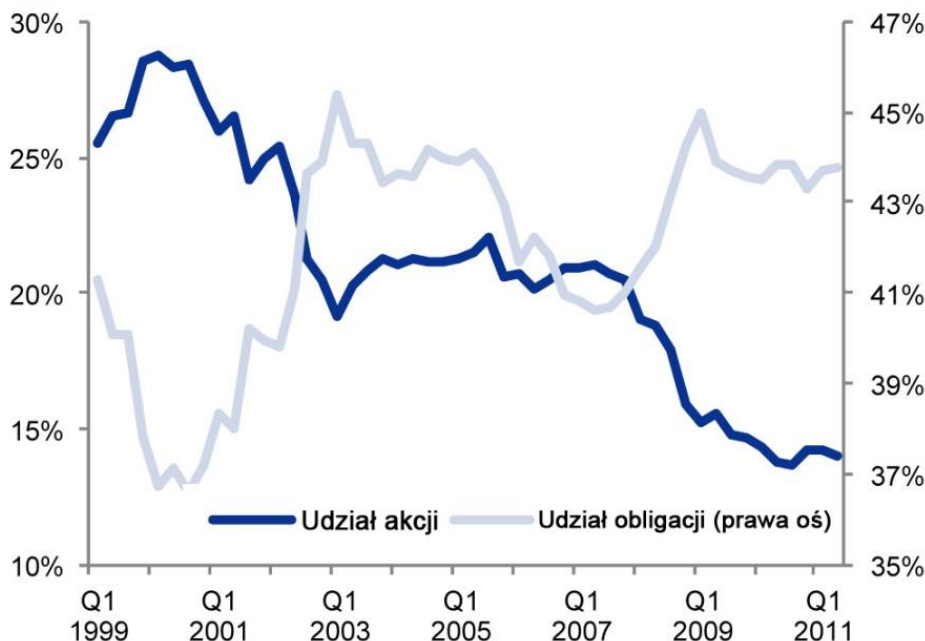


Źródło: Datastream Goldman Sachs Global ECS Research

3. Alokacja w akcje i obligacje wkrótce odwróci się

Trzecim argumentem przemawiającym obecnie za akcjami jest niski poziom alokacji środków instytucji finansowych w ten instrument. Pęknięcie bańki internetowej a następnie kryzys subprime spowodowały odwrót od akcji na rzecz obligacji. Zaangażowanie europejskich funduszy emerytalnych i instytucji ubezpieczeniowych w akcje spadło z około 27% do około 14%. W obliczu niskich rentowności obligacji i atrakcyjnych wycen spółek giełdowych, pieniądze instytucji zainteresowanych długoterminowym inwestowaniem zaczną powoli wracać na giełdy.

Udział instrumentów finansowych w portfelach funduszy emerytalnych i firm ubezpieczeniowych ze strefy euro



Źródło: ECB, Goldman Sachs Global ECS Research

Strona | 6

Czas akcji

W kontekście powyższych rozważań należy więc umieścić rajd giełdowy, który miał miejsce w minionym kwartale. Nawet jeśli ceny rosły zbyt szybko i czeka nas korekta (być może tradycyjnie w maju), to nie zmienia to sytuacji: akcje w najbliższych latach pozostają spośród tradycyjnych aktywów najlepszą propozycją. Ile będzie można na nich zarobić? Nie należy przesadzać. Rynki Europy i Ameryki przyniosą realnie około 5-6% rocznie, Japonia pozwoli zarobić nieco mniej, około 4%.

Ile dadzą zarobić polskie akcje? Niewykluczone, że więcej, jednak nad Wisłą na wzrosty przyjdzie trochę poczekać. Kraje, które dysponują kapitałem o decydującym znaczeniu dla globalnych rynków, najpierw muszą odkryć na nowo macierzyste parkiety. Po kilku kwartałach wzrostów na rynkach rozwiniętych, gdy ceny zaczną się tam wydawać wysokie, pieniądze popłyną w miejsca uważane za bardziej ryzykowne, takie jak giełda warszawska.

Wealth Solutions to unikalna spółka wśród firm z branży doradztwa finansowego. Zgodnie z mottem: „inwestuj inaczej, zarabiaj więcej”, skupia się na tworzeniu wyróżniających się na rynku, autorskich produktów inwestycyjnych. Jest największą w Europie Środkowej firmą zajmującą się inwestycjami w wino, tworzy unikalne propozycje grupowego inwestowania w ziemię oraz wyróżniające się na rynku produkty strukturyzowane. W jej ofercie znajdują się również inwestycje w dzieła sztuki, czy szeroka paleta kredytów dla firm i klientów indywidualnych.