

Perspektywy rynkowe

Październik 2018



Podwójny szczyt na indeksie S&P 500?

Powtórny atak na styczniowe maksima amerykańskiego indeksu S&P 500 skłania nas do przemyśleń, czy to początek kolejnej fali hossy, która potrwa zgodnie 40 miesięcznym cyklem produkcyjno-handlowym (Kitchina) kolejne 2 lata, czy może to powtórny szczyt, który obstawialiśmy, że wydarzy się we wrześniu br. Ze względu na pogarszające się dane makro, w szczególności PMI i negatywny impuls kredytowy (dynamikę kredytu w sektorze prywatnym), sądzimy, że mamy do czynienia raczej z powtórny szczytem na rynku akcji (wątek poruszony w pierwszym temacie). Problem jedynie polega na tym, że oprócz schłodzenia danych makroekonomicznych na horyzoncie nie widać szczególnie negatywnych czynników, które mogłyby popsuć zyski firm w Stanach. W zasadzie konsensus rynkowy zakłada ich mocną zwyżkę zarówno w III kwartale br., jak też w kolejnych latach (szczegóły w temacie 2). W niniejszym raporcie analizie poddaliśmy rynek surowców, w szczególności za sprawą drożejącej w ostatnim miesiącu ropy naftowej (temat nr 3). Przeprowadzone przez nas analizy skłoniły nas do propozycji zmniejszenia udziału akcji w portfelach inwestycyjnych. Natomiast jeśli chodzi o obligacje, to mamy wrażenie, że wciąż występuje przestrzeń do zdyskontowania trzech podwyżek stóp procentowych w przyszłym roku, co może prowadzić do dalszego wzrostu rentowności długu skarbowego. Oczekujemy poprawy warunków do inwestowania w obligacje w ciągu dwóch miesięcy.

- Maciej Borkowski, CFA, Dyrektor Biura Analiz CDM oraz Biura Analiz Inwestycyjnych DM Pekao

OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW – PODSUMOWANIE

| Kompozyty/klasy aktywów | zmiana | -- | - | / | + | ++ |
|-------------------------|--------|----|---|---|---|----|
| Akcji i alternatywna | | | | | | |
| Dłużna | | | | | | |
| Pieniężna | - | | | | | |
| Absolutnej stopy zwrotu | - | | | | | |

Strategia ogólna

Nadszedł przełom III i IV kwartału, od którego oczekiwaliśmy, że wykreuje powtórny szczyt na indeksach giełdowych. Mając przekonanie o nadchodzącym schłodzeniu globalnej gospodarki proponujemy **zmniejszyć udział akcji** w portfelach inwestycyjnych. Jednocześnie **podwyższamy perspektywę dla obligacji**, gdyż rentowności (długu skarbowego USA) zbliżają się do poziomu atrakcyjnego inwestycyjnie.

| Klasa akcji i alternatywna | zmiana | -- | - | / | + | ++ |
|----------------------------------|--------|----|---|---|---|----|
| Polskie uniwersalne | | | | | | |
| Polskie małych i średnich spółek | - | | | | | |
| Europejskie | - | | | | | |
| Ameryki Północnej | | | | | | |
| Japonii i krajów Pacyfiku | | | | | | |
| Krajów rozwijających się | | | | | | |
| Globalne zdwersyfikowane | - | | | | | |
| Globalne skoncentrowane | - | | | | | |
| Surowcowe i towarowe | - | | | | | |
| Rynku nieruchomości | - | | | | | |

Rynek akcji

Wraz ze schłodzeniem globalnej gospodarki możliwa jest aprecjacja dolara amerykańskiego, która **nie będzie sprzyjała inwestycjom na rynkach wschodzących**, w tym w Polsce. Jednak **preferencja Stanów Zjednoczonych** wynika nie tylko z waluty, ale również z relatywnego dużego udziału spółek defensywnych w indeksach rynków akcji. **Preferencja Japonii** wynika natomiast z wciąż aktywnej polityki monetarnej prowadzonej przez tamtejszy bank centralny. Odrzucenie Europy jako perspektywicznego rynku rozwiniętego wynika z problemów w regionie związanych z sektorem finansowym Włoch oraz wciąż nierozstrzygniętej kwestii wojen handlowych, które mogą szczególnie silnie uderzyć w sektor przemysłowy. Wciąż **negatywnie spoglądamy na inwestycje w surowce**, co również wynika z oczekiwanego schłodzenia gospodarki.

| Klasa dłużna | zmiana | -- | - | / | + | ++ |
|--|--------|----|---|---|---|----|
| Polskie uniwersalne | - | | | | | |
| Polskie wysokiej rentowności | - | | | | | |
| Globalne skarbowe i wysokiej wiarygodności | - | | | | | |
| Globalne wysokiej rentowności | - | | | | | |
| Krajów rozwijających się | - | | | | | |
| Zamienne | - | | | | | |

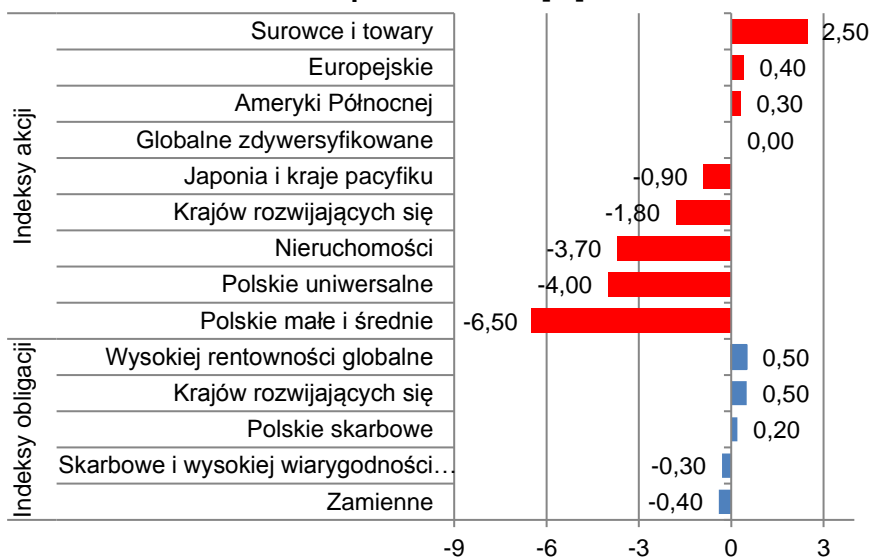
Rynek obligacji

Podnieśliśmy perspektywę dla rynku dłużnego z racji wzrostu rentowności amerykańskiego długu skarbowego. Spodziewamy się, że wraz ze zdyskontowaniem przez rynek czwartej podwyżki stóp Fed w tym roku oraz trzech podwyżek stóp procentowych w przyszłym roku, poziom rentowności instrumentów amerykańskich skutecznie zachęci globalnych inwestorów do wycofywania kolejnych środków z bardziej ryzykownych inwestycji dłużnych na rzecz **obligacji skarbowych USA**. Oczekujemy, że proces ten zakończy się przed kolejnym posiedzeniem Komitetu Otwartego Rynku (FOMC) w listopadzie br.

Legenda: Perspektywy: „++” - bardzo pozytywne, „+” - pozytywne, „/” - neutralne, „-” - negatywne, „--” - bardzo negatywne

WYBRANE NAJWAŻNIEJSZE WYDARZENIA

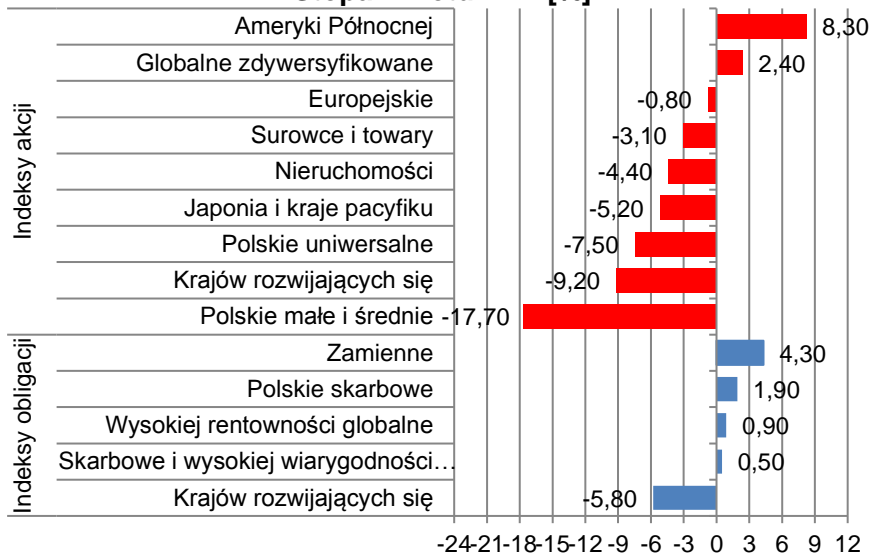
Stopa zwrotu 1M [%]



EUR/PLN w ciągu ostatnich 12 miesięcy



Stopa zwrotu YTD [%]



EUR/USD w ciągu ostatnich 12 miesięcy



FED KOŃCZY Z POLITYKĄ AKOMODACYJNĄ: Przed posiedzeniem Komitetu Otwartego Rynku wszystko w zasadzie było wiadome. Podwyżka stóp była w cenach – prawdopodobieństwo, kalkulowane przez Agencję Bloomberg, takiego rozstrzygnięcia wynosiło praktycznie 100 proc. Całość niepewności koncentrowała się wokół wykresu kropkowego (*dot plot*) i komunikatu po posiedzeniu. W świetle niedawnych wypowiedzi prezydenta Trumpa, który jest stronnikiem łagodnego podejścia do gospodarki, część uczestników rynku liczyła na gołębi komunikat. Nic z tego – FED usunął z komunikatu ocenę prowadzonej polityki monetarnej jako akomodacyjnej.

POLSKA RYNKIEM ROZWIĘTYM: Decyzją agencji indeksowej FTSE Russell, Polska została zakwalifikowana do zbioru rynków rozwiniętych. Decyzja, choć ogłoszona niemal rok temu, dopiero teraz znalazła przełożenie na decyzje inwestycyjne inwestorów portfelowych. Dyskontowanie tych zmian miało miejsce w ostatnich miesiącach, budując relatywną siłę GPW. W ostatnich tygodniach efekt zmian portfelowych zanikł, a WIG20 w odniesieniu do benchmarków europejskich radził sobie wyraźnie słabo.

DRAMAT MAŁYCH I ŚREDNICH SPÓŁEK: Pomimo zaawansowanych trendów spadkowych, przez większą część września indeksy mWIG40 i sWIG80 zniżkowały, a spadki przyjęły dynamiczną formę. W rezultacie indeks małych spółek osiągnął wartości najniższe od 2014 roku, a indeks spółek średnich – najniższe od 3Q2016 roku. Szeroki rynek GPW prezentuje się zatem niezwykle słabo, a całość korelacji z rynkami bazowymi zarezerwowana jest dla dużych, zagregowanych w indeksie WIG20, spółek.

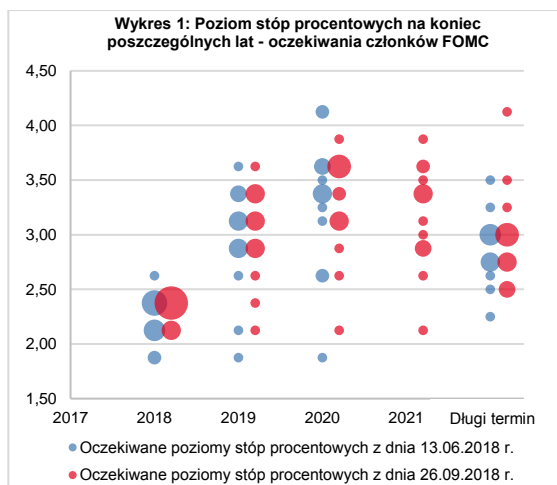
INDEKSY W USA KONTYNUUJĄ HOSSE: Kolejny miesiąc, kolejne nowe rekordy hossy w USA, choć tym razem nie tak powszechne. Indeksy S&P 500 oraz Dow Jones Industrial Average wybiły się na nowe historyczne rekordy. „W tyle” pozostały natomiast spółki technologiczne – agregujący je Nasdaq Composite konsoliduje się.

OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW – ROZWIĘCIĘ

POLITYKA FED JUŻ NIE AKOMODATYWNA

Po kolejnej podwyżce stóp przez Fed

Na śródownym (26.09.2018 r.) posiedzeniu Komitetu Otwartego Rynku przy Fed (FOMC) jego członkowie zdecydowali o podniesieniu, po raz trzeci w tym roku, głównej stopy referencyjnej. Wydarzenie to nie stanowiło niespodzianki – praktycznie wszyscy uczestnicy rynku się tego spodziewali, a rynek kontraktów terminowych na stopy procentowe praktycznie w pełni to zdyskontował. Kolejna podwyżka planowana jest na grudzień – większość członków FOMC oczekuje takiego ruchu w grudniu (Wykres 1) Na przyszły rok planowane są kolejne 3 podwyżki stóp procentowych (zgodnie z komunikatem po posiedzeniu). Biorąc pod uwagę czwartkowe spadki na rynkach w Azji można przypuszczać, że ten komunikat został odebrany jastrzębno – tzn. jako zapowiedź bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej. Nie same podwyżki stóp znalazły się w centrum uwagi, a usunięcie sformułowania o „akomodatywnej” polityce Fed. Być może prezes Fed Jerome Powell tworzy grunt do jeszcze bardziej restrykcyjnej polityki monetarnej na wypadek, gdyby inflacja miała przyspieszyć. Potwierdzeniem takiego podejścia jest też umocnienie się dolara amerykańskiego po komunikacie Fed.



Źródło: Bloomberg Finance L.P.

Tabela 1: Prognozy dynamiki PKB (%)

| Źródło | Kraj/Region | 2018 | 2019 | 2020 |
|---------------|-------------|------|------|------|
| Bank Światowy | USA | 2,70 | 2,50 | 2,00 |
| | Strefa euro | 2,10 | 1,70 | 1,50 |
| | Polska | 4,20 | 3,70 | 3,50 |
| OECD | USA | 2,20 | 2,80 | - |
| | Strefa euro | 2,20 | 2,10 | - |
| IMF | Polska | 4,60 | 3,80 | - |
| | USA | 2,90 | 2,70 | 1,90 |
| | Europa | 2,40 | 2,10 | 1,80 |
| NBP | Polska | 4,10 | 3,50 | 3,00 |
| | Polska | 4,60 | 3,80 | 3,50 |
| FED ST. LOUIS | USA | 3,10 | 2,55 | 1,95 |
| EBC | Strefa euro | 2,00 | 1,80 | 1,70 |

Źródła: Bank Światowy, OECD, Międzynarodowy Fundusz Walutowy, NBP, Fed, Europejski Bank Centralny

Prognozowane spowolnienie gospodarcze

Niewątpliwie warunki do podnoszenia stóp procentowych są dogodne – zyski firm w Stanach są rekordowe dzięki łagodnej polityce fiskalnej Donalda Trumpa (obniżka podatków dla przedsiębiorstw), bezrobocie jest na wieloletnich minimach, a inflacja przyspiesza. Fed wydaje się zatem nie przejmować ewentualnymi problemami innych krajów zadłużonych w dolarze, będących następstwem wzrostu stóp procentowych oraz potencjalnego umocnienia się dolara amerykańskiego (o rynkach wschodzących pisaliśmy szerzej w poprzednich „Perspektywach rynkowych” z dnia 30 sierpnia br.). Jednak nie jest to jego rolą. Ważne jest, że gospodarka jest zdrowa i trzeba zbudować sobie przestrzeń do ewentualnych obniżek stóp na czas, gdy gospodarka będzie tego potrzebowała. Amerykańska giełda kontynuuje zatem „marsz na północ”, a indeksy S&P 500 i Dow Jones Industrial Average pobiły styczniowe maksima.

Samo pobicie dotychczasowych maksimów stawia pod dużym znakiem zapytania nasze przewidywania co do nadchodzącego spowolnienia gospodarczego i okresu słabości światowego rynku akcji. Jeśli bowiem znajdują się tacy, a jest ich niemało, którzy są w stanie za akcje zapłacić historycznie najwięcej, to znaczy, że muszą wierzyć w utrzymanie trendu wzrostowego, co pozwoli im w przyszłości zamknąć inwestycję z zyskiem. Przynajmniej w oczekiwaniu spowolnienia nie jesteśmy odosobnieni – oczekuje tego wiele instytucji rynku finansowego, w tym MFW, Fed, NBP, Bank Światowy (Tabela 1). Skoro tak, to dlaczego rynek akcji jest wciąż taki mocny? Jednym z wytłumaczeń jest tzw. „wspinaczka po ścianie strachu” – czyli dopóki widzimy zagrożenia, dopóty rynek rośnie. Spadnie dopiero, gdy wszyscy będą euforycznie patrzeć w przyszłość. Ale czy przypadkiem inwestorzy w Stanach nie patrzą już wystarczająco euforycznie? – odsyłam w tym miejscu do kolejnego rozdziału, gdzie przyglądamy się prognozom zysków dla spółek w Stanach.

Podsumowanie czynników ryzyka

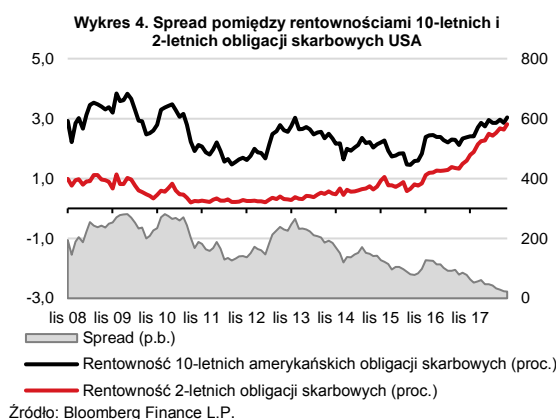
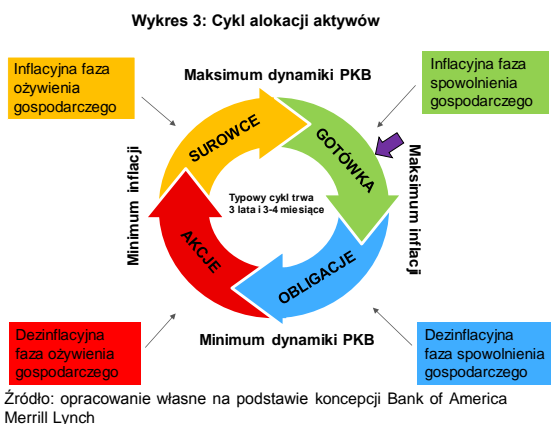
Posumujmy sobie zatem wszystkie czynniki, które skłaniają nas do preferencji bezpieczeństwa w portfelu inwestycyjnym:

- Dynamika wzrostu gospodarczego na całym świecie ma ulec obniżeniu w 2019 r. – znajdzie to odzwierciedlenie w pozostałych wskaźnikach makroekonomicznych,
- Wojny handlowe ulegają ciągłym zaostrzeniom,
- Wybory do Kongresu (USA) w październiku br. – wysokie prawdopodobieństwo utraty głosów poparcia Donalda Trumpa i związany z tym możliwy wzrost głosów o tzw. „impeachmentie”,
- Spadające PMI w większości regionów świata,
- Trend wzrostowy na dolarze amerykańskim,

- Rekordowe oczekiwania w zakresie przyszłych wyników spółek na S&P500 – jest bardzo prawdopodobne, że spółki będą obniżały prognozy – niektóre przedsiębiorstwa już się na to zdecydowały,
- Rośnie liczba obniżek (*downgrade*) rekomendacji analityków inwestycyjnych (wg. Bloomberg Finance L.P.).

Inflacyjna faza spowolnienia gospodarczego wciąż trwa

Wychodzimy więc z założenia, że inflacyjna faza spowolnienia gospodarczego trwa. Dane makroekonomiczne w najbliższych kwartałach powinny się pogarszać w ślad za spadającymi odczytami PMI oraz negatywnym impulsem kredytowym (czyli kreacją kredytu w sektorze prywatnym) w największych gospodarkach świata. Oczekujemy też, że inflacja będzie wciąż rosła, w ślad za bardzo wysoką dynamiką wynagrodzeń. Wszystkie te tematy zostały szeroko omówione w poprzednim materiale „Perspektywy rynkowe” – edycja wrzesień 2018 r. Co istotne rosną ceny ropy naftowej (w krótkim terminie), co być może wiąże się z wysokimi stawkami frachtu. Oczekujemy, że w przyszłym roku inflacja w Stanach spadnie, co będzie spowodowane wyprzedają zapasów, nagromadzonych do końca 2018 r. w związku z wejściem w życie taryf nałożonych na Chiny. Oznacza to, że czas pod koniec roku 2018 powinniśmy jeszcze bardziej przenieść swoje inwestycje w kierunku obligacji wysokiej wiarygodności. Powinien być to dogodny moment, zbieżny z maksimum na rentownościach długu amerykańskiego (10 letnie obligacje skarbowe) w okolicy lub powyżej poziomu 3,2%. W tym czasie możemy mieć też do czynienia z bardzo wąskim spreadem 2 i 10 letnich obligacji skarbowych, być może nawet na poziomie 0, co historycznie zapowiadało recesję w terminie do 1 do 2 lat. (Wykres 4).



Preferencja rynków rozwiniętych nad wschodzącymi

W związku z propozycją odważenia akcji w portfelach inwestycyjnych musimy się zastanowić również nad regionami inwestycyjnymi, w które należy lokować środki. Pozostawienie przeważnia inwestycji w rynkach wschodzących i w Polsce teoretycznie nie wchodzi już w grę – przypomnijmy, że liczyliśmy na to, że w okresie ostatnich 3 miesięcy to te rynki, najbardziej poturbowane przez spadki z I kwartału, będą najsilniej doganiać Zachód. O ile Polska faktycznie znacznie poprawiła swój wynik w okresie wakacyjnym, o tyle pozostałe rynki wschodzące ucierpiały szczególnie przez wydarzenia w Turcji (opisane w poprzednich „Perspektywach rynkowych” – edycja wrzesień 2018) oraz Argentynie. Teraz sytuacja na rynkach wschodzących trochę się uspokoiła, dzięki czemu odbijają, jednak przypuszczamy, że spadkowa fala B na rynkach wschodzących jeszcze nadejdzie i tym razem dotknie też w pewnym stopniu rynki rozwinięte.

Preferencja sektorów defensywnych nad pro-cyklicznymi

Tabela 2: Udział poszczególnych sektorów w indeksach rynków rozwiniętych

| Sektory \ udział w indeksie | EUROSTOXX | | |
|---------------------------------|------------|------------|------------|
| | S&P500 | 600 | NIKKEI 225 |
| Technologie | 21% | 6% | 15% |
| Ochrona zdrowia | 15% | 13% | 11% |
| Finanse | 13% | 20% | 3% |
| Dobra trwałego użytku | 10% | 10% | 21% |
| Telekomunikacja | 10% | 3% | 8% |
| Przemysł ciężki | 10% | 14% | 21% |
| Dobra pierwszej potrzeby | 7% | 13% | 10% |
| Paliwa | 6% | 7% | 1% |
| Użyteczności publicznej | 3% | 3% | 0% |
| Nieruchomości | 3% | 2% | 2% |
| Surowce | 2% | 8% | 7% |
| Sektory defensywne razem | 35% | 32% | 30% |

Źródło: Bloomberg Finance L.P.

Z tych względów proponujemy rozważyć zastąpienie rynków wschodzących rynkami rozwiniętymi, najlepiej w oparciu o inwestycje w sektory o stabilnych źródłach przychodów, czyli telekomunikacja, ochrona zdrowia, konsumpcyjne dobra podstawowe oraz sektor użyteczności publicznej. Paradoksalnie najwięcej tego typu przedsiębiorstw (po udziale w głównych indeksach giełdowych) znajdziemy w USA. Europa ma duże przeważenie w sektorze finansowym, natomiast Japonia w przemyśle oraz w dobrach konsumpcyjnych

trwałego użytku. (Tabela 2). Prowadzi nas to do wniosku, że największym elementem dobrze zdywersyfikowanego portfela powinny stanowić inwestycje w USA – i to pomimo historycznych rekordów na S&P 500. Być może to dobrze, z uwagi na tendencje do umacniania się dolara amerykańskiego.

Dlaczego w naszych preferencjach rynków rozwiniętych nie uwzględniliśmy Europy? Temat ten szeroko omawialiśmy w poprzednim raporcie „Perspektywy rynkowe”, a sprowadza się m.in. do problemów Włoch (włoskie banki i deficyt budżetowy), Brexitu oraz wojen handlowych.

Szerokim łukiem od Europy

Wnioski inwestycyjne:

- Wobec nadchodzącego spowolnienia gospodarczego należy zwiększyć udział bezpiecznych inwestycji w portfelu;
- Rynki rozwijające się będą mocniej cierpiały na zachodzących zmianach w otoczeniu makroekonomicznym, w tym na polityce Fed;
- W zakresie akcji powinniśmy dobrać do portfela spółki o bardziej stabilnych źródłach przychodów (defensywne, antycykliczne).

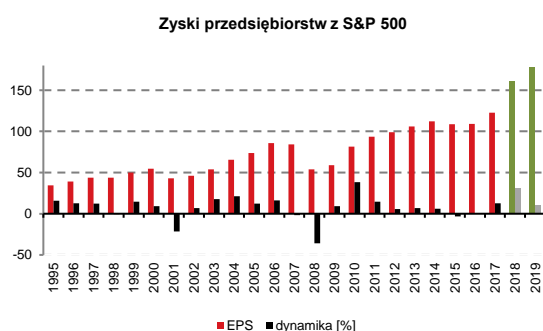
REKORDOWE WYNIKI SPÓŁEK S&P500, CZY WYSOKIE OCZEKIWANIA SĄ UZASADNIONE?

Ogólnie rzecz ujmując obecna, trwająca już blisko 10 lat, globalna hossa na rynkach akcji w tym na największym rynku akcji – USA, była napędzana wieloma czynnikami. Kluczowymi były działania stymulacyjne banków centralnych w tym największych: Fed, ECB, BoJ i w konsekwencji skup aktywów w ramach operacji QE oraz rekordowo niskie, bliskie zeru, stopy procentowe. W efekcie globalnego ożywienia gospodarczego, niskich stóp procentowych wyniki wielu spółek, globalnych korporacji w ostatnich kwartałach są rekordowe. W przypadku USA ubiegłoroczna reforma podatkowa dotycząca podatku dochodowego od przedsiębiorstw (CIT), dała dodatkowy pozytywny impuls firmom amerykańskim.

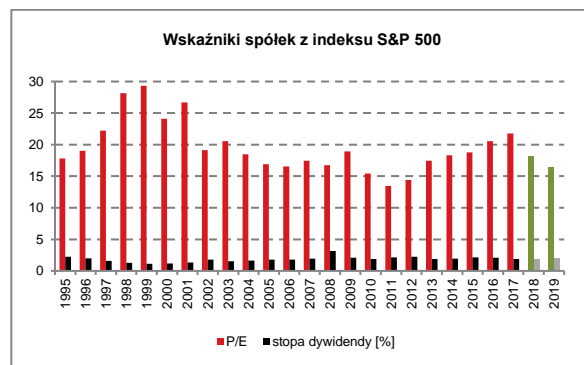
Hossa napędzana łagodną polityką fiskalną i monetarną trwa już 10 lat

Wyniki wielu spółek, globalnych liderów były rekordowe, a cały sektor bankowy USA w 2Q2018 r. zanotował najwyższy w historii zysk netto (60,2 mld USD). Wskutek niskich stóp procentowych i łatwości pozyskania finansowania wiele firm zwiększyło poziom lewarowania działalności, co przyniosło wzrost zyskowności, a z drugiej strony w efekcie bardzo dobrych wyników oraz reformy podatkowej i związanej z nią repatriacji zagranicznych zysków, wiele firm dysponowało gigantycznymi zasobami gotówki, przeznaczanej na dywidendy i skup akcji własnych. Wartość skupu akcji własnych przez spółki S&P500 w I półroczu br. była rekordowa, według szacunków TrimTabs Investment Research osiągnęła wartość 680 mld USD. Np. Apple ogłosił w maju skup akcji za 100 mld USD, co jest rekordem wszechczasów na rynkach akcji. 19 spółek publicznych sektora finansowego USA ogłosiło skup akcji za 112,2 mld USD po ostatnich wynikach stress testów Fed'u, a 63 inne spółki publiczne notowane w USA ogłosiły skup akcji za co najmniej 1 mld USD w II kwartale br. Jednak oczekiwania inwestorów i analityków sporządzających prognozy dla spółek są bardzo wysokie.

Rekordowe zasoby gotówki w firmach



Źródło: Bloomberg Finance L.P. 2018,2019 – konsensus prognoz



Źródło: Źródło: Bloomberg Finance L.P. 2018,2019 – konsensus prognoz

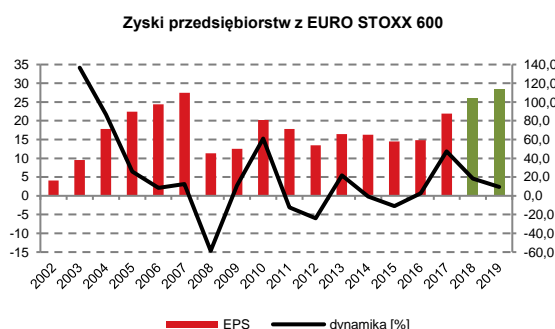
Na pierwszym z powyższych wykresów przedstawiono historyczne i prognozowane wartości zysku na akcję (EPS), oraz dynamiki r/r dla indeksu S&P 500, czyli zagregowanych dla wszystkich spółek ważone udziałem poszczególnych spółek w indeksie. Prognozy zysków poszczególnych spółek są konsensusami prognoz firm inwestycyjnych, obliczanymi przez Bloomberg Finance L.P. Na drugim wykresie przedstawiono historyczne i prognozowane wskaźniki: cena akcji / zysk na akcję (P/E), oraz stopa dywidendy (dywidenda / cena akcji) dla indeksu S&P 500, czyli zagregowane dla wszystkich spółek, ważone udziałem poszczególnych spółek w indeksie. Prognozy wskaźników spółek są konsensusami prognoz firm inwestycyjnych obliczanymi przez Bloomberg Finance L.P. Wskaźniki historyczne są liczone w oparciu o ceny na koniec roku i wyniki, dywidendy za dany rok, prognozy wskaźników są liczone w oparciu o ceny bieżące i prognozy zysków oraz dywidend.

Jak widać na pierwszym wykresie, zyski EPS za 2018 rok mają być najwyższe w historii, a oczekiwana dynamika r/r zysków (+31%) spółek S&P500 ma być najwyższa od roku 2010, czyli od pierwszego roku silnego odreagowania globalnego kryzysu zainicjowanego upadkiem banku Lehman Brothers. Tak optymistyczne oczekiwania na wyniki

**Historyczne
najwyższe zyski firm
w Stanach...****... i mają być jeszcze
wyższe!****Ciekawe będą
prognozy samych
spółek**

całego bieżącego roku są po części uzasadniane wynikami spółek za pierwsze półrocze, ale ich realizacja nie jest oczywista, bo na koniec 2Q2018 dynamika zysków 4 kolejnych kwartałów w porównując do całego 2017 r. wyniosła tylko 12,5%. W 2019 roku, według oczekiwań banków inwestycyjnych, zyski spółek S&P500 ponownie mają być rekordowe, ale dynamika wzrostu ma być wyraźnie niższa. Zaprezentowany na drugim wykresie wskaźnik P/E po raz pierwszy od 6 lat ma zniżkować (wskaźnik jest liczony z prognozy zysków na 2018 r i ceny bieżącej), ma być to efekt oczekiwanego wzrostu zysków. w kolejnym roku wskaźnik ponownie powinien spaść, zakładając stałą cenę akcji. Z kolei stopa dywidendy jak widać utrzymuje się na względnie bardzo stabilnym poziomie w okolicach średniej wieloletniej. Optymistyczne prognozy wyników spółek mogą zostać zrealizowane w mniejszym lub większym zakresie, ale należy mieć na uwadze, że rosnące rynkowe stopy procentowe w USA skutkują oczekiwaniem wyższej stopy dywidendy oraz niższego wskaźnika P/E co jest pochodną wyższych stóp dyskontowych w popularnych modelach wyceny.

Należy również zwrócić uwagę na fakt, że zgodnie z zaprezentowanymi prognozami dynamika EPS dla indeksu S&P500 ma spaść do 10,4% (z prognozowanej na 2018 rok dynamiki +31%). Publikacje kolejnych kwartalnych i rocznych prognoz przez spółki przy okazji raportów kwartalnych, ujawniających spadki prognozowanych dynamik zysków może znaleźć negatywne odbicie w wycenie akcji. Tak więc paradoksalnie może okazać się, że kolejne bardzo dobre odczyty zysków kwartalnych spółek S&P500 mogą stać się katalizatorem przeceny akcji.



Źródło: Bloomberg Finance L.P. 2018,2019 – konsensus prognoz



Źródło: Bloomberg Finance L.P. 2018,2019 – konsensus prognoz

Na pierwszym z powyższych wykresów przedstawiono historyczne i prognozowane wartości zysku na akcję (EPS), oraz dynamiki r/r dla indeksu EURO STOXX 600, czyli zagregowanych dla wszystkich spółek ważone udziałem poszczególnych spółek w indeksie. Prognozy zysków poszczególnych spółek są konsensusami prognoz firm inwestycyjnych, obliczanymi przez Bloomberg Finance L.P. Na następnym wykresie przedstawiono historyczne i prognozowane wskaźniki: cena akcji / zysk na akcję (P/E), oraz stopa dywidendy (dywidenda / cena akcji) dla indeksu EURO STOXX 600, czyli zagregowane dla wszystkich spółek ważone udziałem poszczególnych spółek w indeksie.

Jak widać w przypadku spółek europejskich sytuacja jest częściowo podobna do spółek indeksu S&P500, ale nie do końca. Lata 2018 i 2019 mają być kolejno: trzecim i czwartym rokiem wzrostu zysków spółek. Oczekuje się osiągnięcia rekordowego EPS w roku 2019, jednak dynamika wzrostu (r/r) już w 2018 ma być mniejsza niż w 2017 r. a w kolejnym ma się ponownie zmniejszyć. Dodatkowo należy zwrócić uwagę, że wskaźnik P/E w latach 2016 i 2017 zniżkował, co jest tendencją odmienną niż w przypadku spółek S&P500. Był to efekt szybszego, niż wyceny akcji, wzrostu zysków spółek. Tak więc w przypadku spółek europejskich inwestorzy mniej entuzjastycznie reagują na wzrost zysków niż w przypadku spółek amerykańskich. Porównując te dwa rynki akcji widać, że P/E za 2017 i według prognoz na 2018 i 2019 r. dla spółek europejskich jest wyraźnie niższy, a stopa dywidendy spółek europejskich jest wyraźnie wyższa i jest to stan trwały. Biorąc pod uwagę oczekiwania mniejszej dynamiki wzrostu zysków spółek indeksu EURO STOXX 600 jest to uzasadnione. Z drugiej jednak strony prognozy dynamiki r/r zysków spółek EURO STOXX 600 na lata 2018 i 2019 są relatywnie wysokie, wynoszą odpowiednio: 18,% i 9,6%, ponadto należy zwrócić uwagę, że rynkowe stopy procentowe w strefie euro są niższe niż w USA, a ich prognozowana ścieżka wzrostu jest wolniejsza. Może to prowadzić do wniosku, że akcje indeksu S&P są przewartościowane w relacji do akcji europejskich. Przyczyn takiego stanu rzeczy może być wiele, jednak jako główna przyczyna nasuwa się zbyt optymizm inwestorów co do średnio i długoterminowych perspektyw wzrostu zysków spółek amerykańskich i tamtejszego rynku akcji.

**Dynamiki zysków
mogą jednak
wyhamować w
Europie****Zbyt optymizm
inwestorów?****Wnioski inwestycyjne:**

- Oczekiwania dalszego dynamicznego wzrostu zysków spółek amerykańskich (S&P 500) i europejskich (EURO STOXX 600) są bardzo wysokie;
- Kolejne sezony publikacji wyników kwartalnych spółek zapewne przyniosą prognozy niższych dynamik wzrostów zysków w kwartałach następnych;
- Prognozowany wzrost rynkowych stóp procentowych będzie skutkował oczekiwaniem wyższych stóp dywidendy i niższych wskaźników P/E;
- Akcje indeksu S&P są przewartościowane w relacji do akcji europejskich, mogą być efektem zbyt optymizm inwestorów co do średnio i długoterminowych perspektyw wzrostu zysków spółek amerykańskich i tamtejszego rynku akcji.

PALIWA DROŻEJĄ, METALE TANIEJĄ. PODDAJEMY PERSPEKTYWY SUROWCÓW SUROWEJ OCENIE

Rok 2017 był
wyjątkowy dla
surowców...

...2018 już taki nie
jest.

Imponujące wzrosty surowców w 2017 r. rozbudziły zainteresowanie tymi aktywami. Rok temu surowcom sprzyjało niemal wszystko – dobre wyniki chińskiej gospodarki, zapowiedzi sporych inwestycji w infrastrukturę w USA, dobra koniunktura w Strefie Euro. Wszystko to windowało notowania metali przemysłowych. W tle co prawda rosła produkcja, ale rozgrzany rynek głównych konsumentów, słabnący amerykański dolar i rosnąca inflacja dawały podstawy do optymizmu.

Tymczasem, trzy kwartały tego roku prezentują się już zdecydowanie słabiej. Miedź na giełdzie w Londynie w kontraktach 3-miesięcznych w ujęciu YTD (pod początku roku) potaniała już o blisko 14 proc. Tanieje także aluminium, lecz to nie wszystko: spadki powszechne są na rynku metali szlachetnych, a notowania uncji złota i srebra po dziewięciu miesiącach roku są niższe o, odpowiednio, 8,1 proc. i 14,8 proc. w odniesieniu do cen z ostatniej sesji 2017 r.

Produkty rolne również w trendach spadkowych. Soja o ponad 10 proc, kawa o ponad 22 proc, a cukier już o niemal 34 proc. Wyjątkiem w tym segmencie jest rosnąca (+20 proc. YTD) pszenica, relatywnie dobrze prezentuje się kukurydza i bawełna, nieodchylone istotnie od punktów odniesienia.

Nie ma jednego klucza do zrozumienia rynku surowców, tak samo jak nie ma jednego miernika mogącego opisać rzeczywisty obraz branży. Pytanie o aktualną koniunkturę postawić można bowiem łatwiej, niż na nie odpowiedzieć. Sformułowana na podstawie analizy przebiegów głównych indeksów diagnoza kondycji będzie bowiem zależna od wykorzystywanego instrumentu. Benchmarki zagregowane dla tych aktywów są syntetycznymi portfelami obrazującymi historyczny przebieg notowań surowców energetycznych, paliw, produktów rolnych, metali przemysłowych oraz metali szlachetnych.

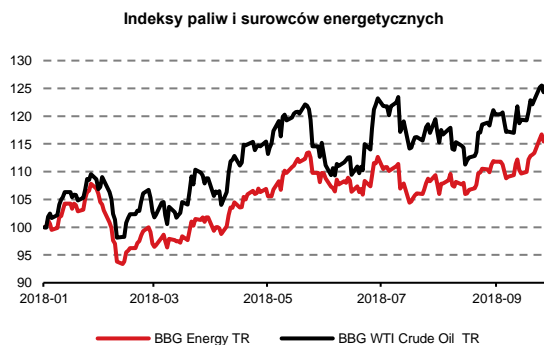


Źródło: Bloomberg Finance L.P.

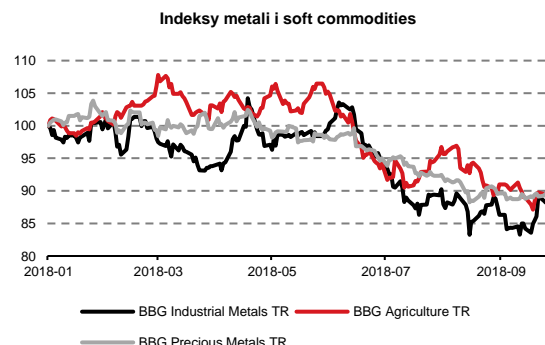
I tak oto, wykorzystując indeksy o nierównych udziałach (kalkulowanych w oparciu o znaczenie gospodarcze danego aktywa i płynność bazujących na nim instrumentów finansowych), których przykładem jest Bloomberg Commodity Index, można ocenić, że bieżący rok przynosi co prawda nieznaczne spadki cen, nie są one jednak ani pokaźne, ani tym bardziej dynamiczne. Po bardzo dobrej drugiej połowie roku 2017 kondycja, branży surowcowej słabnie, nie ma jednak mowy o żadnej bessie.

Do zupełnie innego wniosku dojdziemy, obserwując indeks, w którym główne surowce są w równym stopniu reprezentowane. Taki benchmark nie jest zatem zdeterminowany zachowaniem jednego, kilku lub grupy wzajemnie skorelowanych materiałów albo towarów. Okazuje się bowiem, że szerokie spektrum surowców znajduje się w dynamicznych falach spadkowych. Solidarnie, o czym wspominamy w drugim akapicie, zniżują produkty rolne, metale szlachetne i metale przemysłowe.

Mocna polaryzacja
rynków surowców



Źródło: Bloomberg Finance L.P.



Źródło: Bloomberg Finance L.P.

Napięcia geopolityczne powodem wzrostu cen ropy naftowej

Miedź papierkiem lakmusowym

Tegoroczne statystyki stóp zwrotu dobitnie uwiadcniają skalę przeceny, której rozmiar wykracza poza postać typowej korekty wcześniejszych trendów wzrostowych. Wskazują również na relatywną siłę ropy naftowej, co wynika z szeregu czynników specyficznych, jak chociażby napięcie geopolitycznych na linii USA-Iran, co generuje obawy o zmniejszenie podaży *czarnego złota*.

Podobnie nieprognozowalne bodźce, tym razem z pogranicza ekonomii i polityki, wpływają na słabsze zachowanie aktywów typowo koniunkturalnych. Amerykańsko-chińska wojna handlowa rodzi niepewność co do przyszłego tempa wzrostu gospodarczego Chin. Państwo Środka to największy konsument miedzi – tej samej, o której mówi się, że „ma doktorat z ekonomii”. To, jak zachowuje się miedź, z wyprzedzeniem pokazuje jak będzie zachowywać się gospodarka. Patrząc na wykres chińskiego PMI, ale nie tylko (zwalniają również gospodarki krajów rozwiniętych), trudno o optymizm, a spadający PMI znalazł błyskawiczne odzwierciedlenie w podejściu do największych wydobywców miedzi.

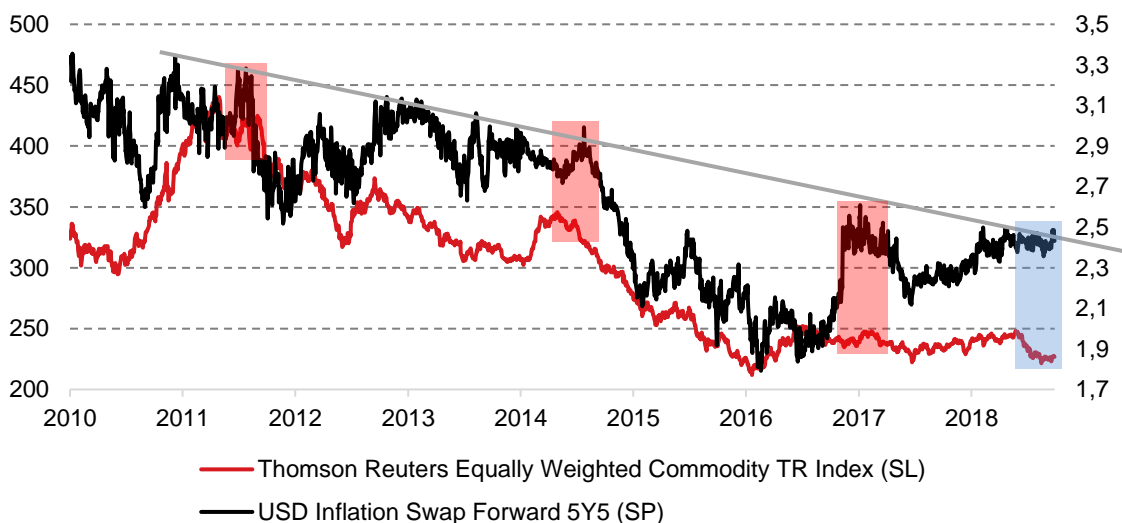


Źródło: Bloomberg Finance L.P.

Zbliża się cykliczny szczyt inflacji

Nie zapominajmy jeszcze o inflacji i amerykańskim dolarze. Trwającymi spadkami surowce dyskontują także prawdopodobne osiągnięcie przez inflację poziomów cyklicznych maksimów, powielając tym samym historyczny wzorzec, obrazujący notowania dobrze zdywersyfikowanego indeksu surowcowego publikowanego przez agencję Thomson Reuters i USD Inflation Swap Forward 5Y5Y, czyli miary 5-cioletniej inflacji spodziewanej za okres 5. lat. Czy inflacja faktycznie dociera do lokalnego maksimum? Cóż, niemal 10-letniej linia trendu, sugeruje że tak.

Surowce, a inflacja



Podsumowując, sugerowana przez nas od jakiegoś czasu strategia unikania ekspozycji na branżę surowcową pozostaje strategią preferowaną. Do pojawienia się okazji inwestycyjnych na aktywach surowcowych potrzebna jest kombinacja słabnącego amerykańskiego dolara i rosnącej inflacji.

Wnioski inwestycyjne:

- W segmencie surowców trwa okres dekoniunktury. Wyjątkiem są paliwa energetyczne;
- Spadki cen znajdują uzasadnienie fundamentalne. Mierniki kondycji przemysłu głównych konsumentów (przykładem chiński PMI) obniżają się, dysponując dalszym potencjałem deprecjacyjnym,
- Oczekiwania inflacyjne z dużym prawdopodobieństwem osiągnęły poziom lokalnych ekstremów. Ich spadek dodatkowo napędzi pesymizm w segmencie surowcowym,
- Strategia niedoważania aktywów surowcowych nie znajduje na ten moment lepszej alternatywy.

ANALITYCY

Maciej Borkowski, CFA – dyrektor, doradca inwestycyjny
maciej.borkowski@cdmpekao.com.pl

Martyna Guzik – analityk
Martyna.guzik@cdmpekao.com.pl

Piotr Kaźmierkiewicz – analityk
piotr.kazmierkiewicz@cdmpekao.com.pl

Stefan Knopik – doradca inwestycyjny
stefan.knopik@pekao.com.pl

Bartosz Kulesza – analityk, makler papierów wartościowych
bartosz.kulesza@cdmpekao.com.pl

Natalia Szomko – analityk
natalia.szomko@cdmpekao.com.pl

KONTAKT

Dom Maklerski Pekao
ul. Wołoska 18, 02-675, Warszawa
tel.: 22 821 88 18, 22 856 17 81, 22 821 87 70
faks: 22 821 87 71

CDM Pekao S.A.
ul. Wołoska 18, 02-675, Warszawa
tel.: 22 821 87 05, 22 821 88 22

Metodologia stosowana w opracowaniu:

Koncepcja „Cyklu rotacji aktywów” lub „Investment clock”, która została opisana w niniejszym materiale, powstała w latach 30 XX wieku w Anglii, jej generalnym założeniem, była obserwacja związku zachowania cen i dochodowości aktywów różnych klas (akcji, obligacji, surowców, nieruchomości) z fazą koniunktury gospodarczej identyfikowaną dynamiką wzrostu gospodarczego (np. PKB) i inflacją (np. CPI). W różnych fazach koniunktury gospodarczej w typowych przebiegach najlepsze efekty dają różne kasy aktywów. Zatem optymalny długoterminowy, ciągły proces inwestowania powinien polegać na okresowych zmianach alokacji inwestowanych środków w kolejne klasy aktywów, oraz w gotówkę. Jednak cykl rotacji aktywów nie jest ścisłą regułą, która zawsze daje idealne efekty. Różnice w czasie trwania poszczególnych faz koniunktury, wpływ czynników innych niż koniunktura gospodarcza na wycenę aktywów, błędne interpretacje co do sygnałów zmiany fazy cyklu, różnice w ocenie sytuacji gospodarczej: lokalnej, regionalnej i globalnej, są najistotniejszymi problemami, z którymi borykają się inwestorzy. W efekcie działania takich czynników okresowa alokacja tylko w jedną klasę aktywów, lub w gotówkę może często nie dawać oczekiwanych optymalnych efektów. Dodatkowo często wyselekcjonowane z danej klasy aktywów subgrupy dają wyższe niż pozostałe, stopy zwrotu. Ich włączenie (subgrupy), z zachowaniem proporcji uwzględniających ryzyko, w fazach, które typowo nie sprzyjają inwestowaniu w daną klasę aktywów, może dawać zwiększenie stopy zwrotu z portfela inwestycji.

Zastrzeżenia prawne:

Centralny Dom Maklerski Pekao S.A. (CDM) z siedzibą w Warszawie na ul. Wołoskiej 18 jest podmiotem zależnym Banku Pekao S.A. będącego właścicielem 100% akcji CDM. Dom Maklerski Pekao S.A. (DM) jest wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Banku Pekao S.A. z siedzibą w Warszawie. Organem sprawującym nadzór nad działalnością CDM oraz DM jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Niniejsza analiza inwestycyjna nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej, o których mowa w art. 3 ust. 1 pkt 35 rozporządzenia UE nr 596/2014 ani nie stanowi informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną, o których mowa w art. 3 ust. 1 pkt 34 rozporządzenia UE nr 596/2014. Niniejsza analiza nie jest ogólną poradą inwestycyjną, ani rekomendacją inwestycyjną świadczoną w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego. CDM i DM Pekao, w związku z wydaniem analizy inwestycyjnej, nie ustala profilu inwestycyjnego Klienta, w tym nie weryfikuje jego wiedzy i doświadczenia, jego sytuacji finansowej i celów inwestycyjnych ani nie dokonuje oceny odpowiedniości usługi.

Niniejsza analiza inwestycyjna wyraża wiedzę oraz poglądy autorów według stanu na dzień sporządzenia. Została sporządzona przy zachowaniu należytej staranności, w tym poprawności metodologicznej i obiektywizmie. CDM oraz DM nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie analizy inwestycyjnej. Analiza inwestycyjna nie daje jakiegokolwiek gwarancji, że dana strategia, czy projekcja cenowa jest właściwa dla konkretnego Klienta, a korzystając z nich nie należy rezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych niż przedstawione czynników ryzyka. Korzystanie z usług Domu Maklerskiego Pekao wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, szczegółowo opisanym na stronie internetowej www.dm.pekao.com.pl. Korzystanie z usług CDM wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, szczegółowo opisanym w Pakiecie Informacyjnym oraz na stronie <https://www.cdmpekao.com.pl/edukacja/bezpieczenstwo/ryzyko-inwestycyjne>.