



Bank Pekao
Dom Maklerski

Perspektywy rynkowe

Sierpień 2019

MATERIAŁ PRZYKŁADOWY



NA DWOJE BABKA WRÓŻYŁA

Amerykański rynek akcji nie przestaje dostarczać pozytywnych wrażeń. Przekroczenie kolejnej psychologicznej bariery 3000 pkt. to historyczne wydarzenie, które zbiegło się w czasie z nadziejami na poprawę stosunków handlowych USA z Chinami oraz na powrót luźnej polityki pieniężnej. Pomimo że sam FED prognozuje podwyżki stóp w kolejnych latach (mimo wszystko), my pokusiliśmy się o analizę tych momentów z przeszłości, w których cykl obniżek stóp rozpoczął się na nowo. Wyszczególniliśmy 4 przypadki z 30-letniej historii, które same w sobie niestety nie są jasnym drogowskazem na przyszłość – w zasadzie „na dwoje babka wróżyła”, tj. mamy 2 przypadki wzrostowe i 2 spadkowe dla rynku akcji. Dlatego przeanalizowaliśmy kilka kluczowych wskaźników gospodarczych z tych okresów i porównaliśmy je z obecnymi, licząc na to, że będziemy w stanie poprzez analogię dojść do najbardziej prawdopodobnego scenariusza. Jako drugi temat wybraliśmy podsumowanie wydarzeń na linii USA – Iran jako tła dla notowań ropy naftowej. Ponadto w niniejszym materiale poruszamy kwestię zysków spółek w USA za II kwartał, a w szczególności uwagę skupiamy na prognozach zysków.

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

OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW

AKCJE		BARDZO NEGATYWNA	HORYZONT 6M
-------	---	-------------------------	-------------


Po bardzo spokojnym I półroczu ponownie wróciły obawy o kondycję światowej gospodarki. Wymiana ciosów w wojnie handlowej USA i Chin rozgorzała na nowo. Rynek wciąż wierzy, że dojdzie do porozumienia. Jednak dotychczasowe działania administracji prezydenta Donalda Trumpa zdążyły już odcisnąć swoje piętno na kondycji przemysłu – nie tylko w Europie. Wskaźnik PMI (mierzący nastroje menedżerów w firmach) dla przemysłu w USA spadł do najniższego poziomu od 10 lat. Obawiamy się, że okres dyskontowania w cenach akcji negatywnych informacji z gospodarki może potrwać do I kwartału 2020 r. Z tego względu **nie wyróżniamy żadnego segmentu rynku akcji**. Obawiamy się, że w wyniku wojen handlowych oraz prac w Unii Europejskiej nad opodatkowaniem spółek technologicznych nawet indeksy z USA mogą powtórzyć scenariusz z IV kwartału 2018 r., gdy były liderami spadków.

OBLIGACJE		POZYTYWNA	HORYZONT 12M
-----------	---	------------------	--------------


Warto wyróżnić:

- Polskie obligacje skarbowe długoterminowe
- Zagraniczne obligacje krajów rozwiniętych

Rynek obligacji, w szczególności skarbowych/rządowych, znajduje się od listopada 2018 r. w doskonałej kondycji. Główną przyczyną do tak dobrych wyników obligacji była zmiana oczekiwań rynkowych w zakresie kierunków polityki monetarnej. Aktualnie pomimo deklaracji FED, że nie będzie ciął stóp procentowych, rynek wycenia już 3 obniżki o 25 pb. każda do końca 2019 r. i kolejne w 2020. Inwersji uległa krzywa rentowności (rentowność 2-letnich obligacji skarbowych USA przewyższa rentowność 10-letnich obligacji). Jest to sygnał, który w przeszłości wskazywał na wysokie prawdopodobieństwo recesji. **Łagodzenie polityki monetarnej oraz ucieczka od ryzyka wspierają notowania obligacji rządowych krajów rozwiniętych** i oczekujemy, że taki stan utrzyma się jeszcze co najmniej przez 6 miesięcy, a jeśli warunki gospodarcze ulegną dalszemu pogorszeniu, to być może nawet do III kwartału 2020 r.

GOTÓWKA		POZYTYWNA	HORYZONT 6M
---------	---	------------------	-------------

Utrzymywanie większej niż zazwyczaj części swoich inwestycji na lokatach lub w gotówce ma aktualnie podstawy merytoryczne. Przede wszystkim liczy się wyższe oprocentowanie, niż w latach ubiegłych. Drugim argumentem jest przygotowanie portfela inwestycyjnego do zakupu akcji po dalszej przecenie na rynku akcji.

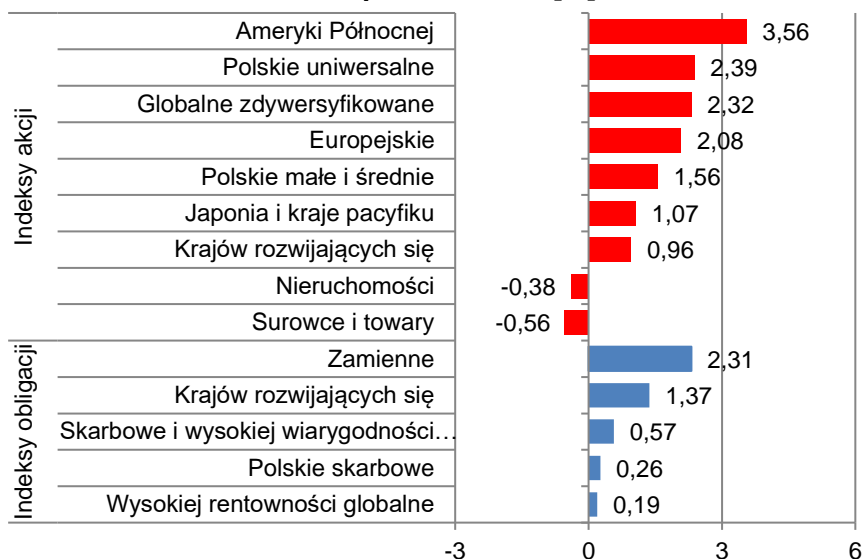
SUROWCE		NEUTRALNA	HORYZONT 6M
---------	---	------------------	-------------

Warto wyróżnić: złoto

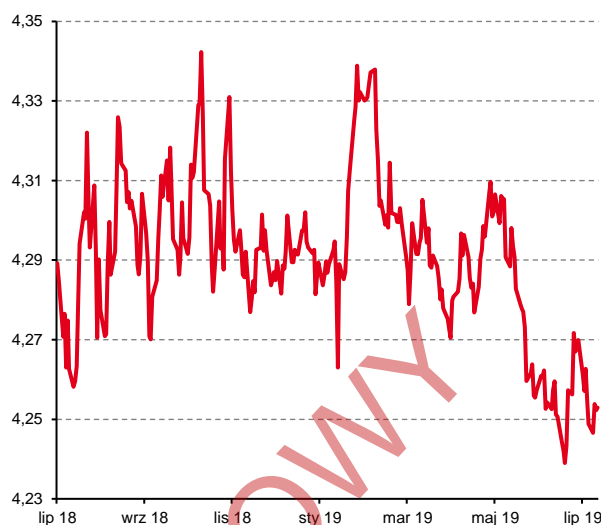
Na rynku surowców również widoczne są obawy o kondycję globalnej gospodarki, a w szczególności i zamówienia w przemyśle Chińskim. Zarówno ropa jak i miedź znajdują się w trendach spadkowych. Oceniamy, że czynniki makroekonomiczne mogą w dalszym ciągu, podobnie jak na rynku akcji, odgrywać decydującą rolę w notowaniach surowców przemysłowych, prowadząc do ich ewentualnego spadku w terminie najbliższych 6 miesięcy. Jedynie złoto opiera się temu trendowi, ze względu na występowanie czynników mocno wspierających jego wzrost. Po pierwsze mamy do czynienia z rosnącą inflacją w USA, a po drugie rynek oczekuje dalszego luzowania polityki monetarnej. **Takie warunki występują niezmiernie rzadko, dlatego właśnie teraz obserwujemy tak dynamiczny wzrost cen kruszcu**. Oceniamy, że dopóki rynek będzie oczekiwał luzowania polityki monetarnej i dynamika inflacji się utrzyma, złoto będzie zyskiwało na cenie.

WYBRANE NAJWAŻNIEJSZE WYDARZENIA

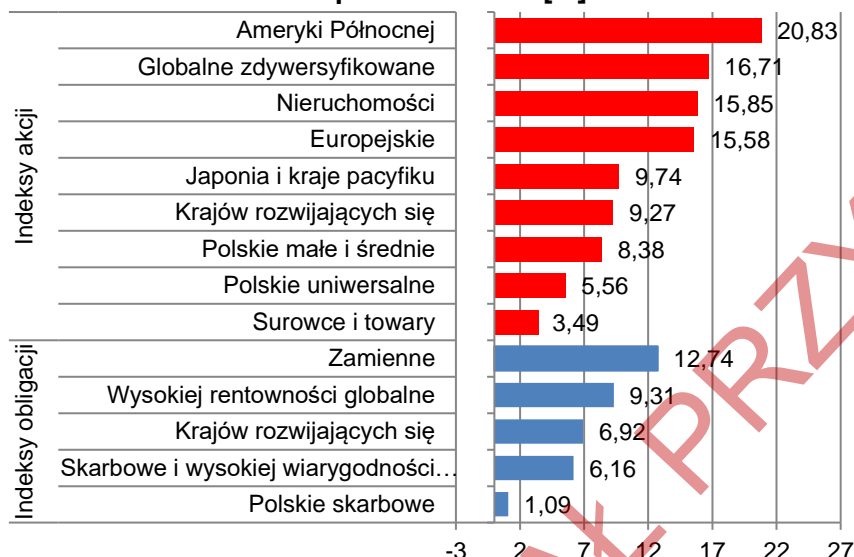
Stopa zwrotu 1M [%]



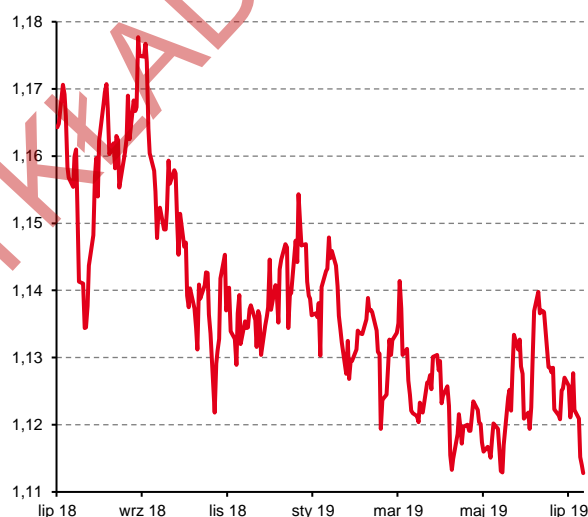
EUR/PLN w ciągu ostatnich 12 miesięcy



Stopa zwrotu YTD [%]



EUR/USD w ciągu ostatnich 12 miesięcy



Źródło: Bloomberg Finance L.P.

Źródło: Bloomberg Finance L.P.

POWELL PRZESADZA OBNIŻKĘ STÓP W LIPCU: szef Fed stwierdził przed komisją ds. usług finansowych Izby Reprezentantów, że niepewności związane z napięciami handlowymi oraz obawami o światowy wzrost od ostatniego posiedzenia FOMC nadal miały negatywny wpływ na perspektywy wzrostu gospodarki USA. Ponadto Powell stwierdził, że istnieje ryzyko, że niska inflacja może okazać się bardziej trwała niż wcześniej oczekiwano, a presja inflacyjna pozostaje niska. Inwestorzy otrzymali czytelne potwierdzenie o redukcji stóp procentowych na lipcowym posiedzeniu.

S&P 500 PO RAZ PIERWSZY POWYŻEJ 3 000 PKT.: Trwa hossa na amerykańskim rynku akcji. Indeks szerokiego rynku S&P 500 po raz pierwszy w historii pokonał barierę 3 000 pkt. Kapitał napływa do USA, do czego zachęca obowiązująca od początku roku łagodna retoryka Fed. Inwestorzy przyjęli słowa Jerome Powella jako potwierdzenie gotowości FED do lipcowej obniżki stóp procentowych.

BORIS JOHNSON GOTOWY WYKONAĆ BREXIT: Były minister spraw zagranicznych w rządzie Theresy May Boris Johnson został nowym liderem Partii Konserwatywnej i objął urząd premiera rządu w miejsce ustępującej Theresy May. Wybór Johnsona na lidera Torysów był powszechnie oczekiwany: uzyskał 66,4% głosów 159 tys. członków partii przy frekwencji 87,4%. Boris Johnson zadeklarował determinację w wykonaniu woli wyborców w kwestii wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej. GBP kontynuuje proces umacniania się w relacji do USD.

REKORDOWO NISKE BEZROBOCIE W POLSCE: stopa bezrobocia w Polsce w czerwcu, zgodnie z oczekiwaniami, spadła do 5,3% z 5,4% w maju, podał GUS. Wcześniej (4 lipca br.) Ministerstwo Rodziny Pracy i Polityki Społecznej podało szacunki, według których stopa bezrobocia w czerwcu wyniosła 5,3%. To najniższy poziom stopy bezrobocia obliczanej według metodologii GUS od września 1990 r. Liczba bezrobotnych zarejestrowanych w urzędach pracy spadła w czerwcu do 880,0 tys. z 907,1 tys. w kwietniu.

SŁABE DANE O PRODUKCJI I SPRZEDAŻY Z POLSKI: produkcja przemysłowa Polski w czerwcu była zdecydowanie niższa od oczekiwań. W ujęciu m/m spadła o 5,9%, a w ujęciu r/r spadła o 2,7%, podał GUS. Konsensus prognoz wskazywał na spadek o 1,3% m/m i wzrost o 2,0% r/r. Co więcej, sprzedaż detaliczna w czerwcu także okazała się być niższa od oczekiwań. W ujęciu m/m wzrosła o 1,5%, a w ujęciu r/r wzrosła o 5,3%. Konsensus rynkowy zakładał wzrost o 1,5% m/m i 6,5% r/r.

OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW – ROZWIĘCIĘ CZY TO JUŻ NOWY CYKL OBNIŻEK STÓP PROCENTOWYCH?

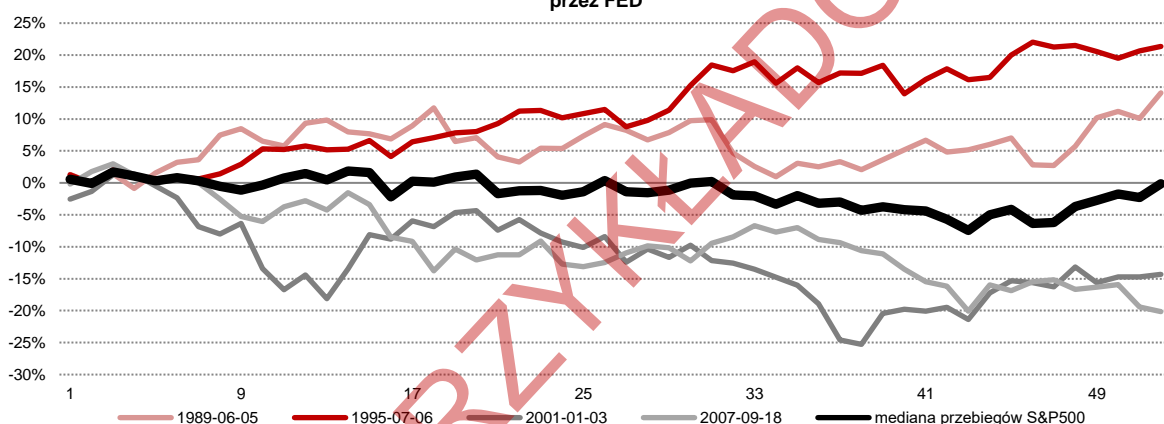
Obniżki stóp procentowych na horyzoncie

W poprzednich Perspektywach rynkowych (edycja na lipiec 2019) opisaliśmy wnioski płynące z analizy projekcji makroekonomicznych FED. Z materiału wynikało, że amerykański bank centralny nie będzie obniżał stóp procentowych w bieżącym roku. Mimo to kontrakty na stopy procentowe FED, tak wtedy jak i dzisiaj, implikują obniżkę. „Przesądzona” wydaje się także skala obniżki (25 p.b.), ale rynek już teraz wycenia nieco więcej – prawdopodobieństwo obniżki o 50 p.b. sięga na moment pisania tego tekstu 21,5%. Mało tego - stopy zdążyły już obniżyć m.in. Indonezja oraz Korea Południowa. Natomiast Mario Draghi, prezes Europejskiego Banku Centralnego, wydaje się skłaniać do obniżki stóp we wrześniu. Idea jest słuszna – zapobiegać negatywnym wpływom spowolnienia gospodarczego jako następstwa wojen handlowych.

3000 pkt i co dalej?

W ostatnich tygodniach rynek konsekwentnie przyjmował „gołębi” ton ze strony FED jako potwierdzenie obranego trendu wzrostowego na rynkach akcji. W ślad za oczekiwaniami na obniżki stóp inwestorzy przeprowadzili atak na poziom 3000 pkt. na indeksie S&P500, licząc na to, że obniżki stóp wesprą gospodarkę i popamiętają zyski firm, jednocześnie stanowiąc przeciwwagę dla wojen handlowych. Mimo że FED planuje wznowić podwyżki stóp w przyszłym roku, warto zastanowić się jak wyglądały historyczne przebiegi na S&P500 liczone od momentu rozpoczęcia cyklu luzowania polityki monetarnej w USA.

Wykres 1: Projekcja przebiegu S&P500 na 52 tygodnie po rozpoczęciu cyklu obniżek stóp procentowych przez FED



Źródło: Bloomberg Finance L.P. 2019, opracowanie własne

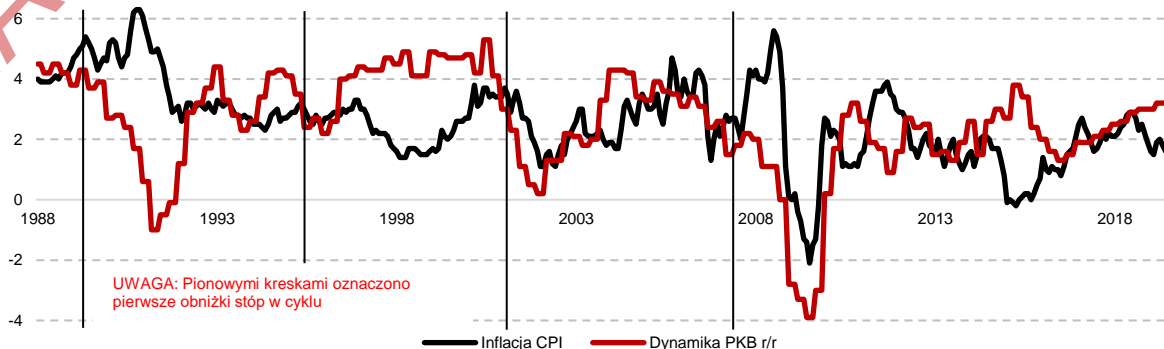
Historia nie daje jasnego drogowskazu

W ostatnich 30 latach były cztery takie przypadki: czerwiec 1989, lipiec 1995, styczeń 2001 i wrzesień 2007. Zmianę poziomów indeksu zaczepione o te daty prezentuje Wykres 1. Zakładając zatem obniżkę stóp na koniec lipca, wzorowanie się na historii w najgorszym wypadku wskazywałoby na spadek notowań indeksu S&P500 w perspektywie całego kolejnego okresu 52 tygodni, z maksymalnym obsunięciem o 25%. W najlepszym wariantcie inwestorzy mogą liczyć na nawet 20% wzrost poziomu indeksu. Niestety mediana wszystkich przypadków nie daje jasnego wskazania, że stopą zwrotu po okresie 52-tygodni na poziomie zbliżonym do 0%.

Inflacja jak w 1995 i 2007 – nie stanowi problemu

Warto zauważyć, że z analizowanych czterech sytuacji dwie mają charakter optymistyczny, a pozostałe dwie wyraźnie spadkowy. Należy więc powrócić do tych lat, by sprawdzić w jakich warunkach FED podejmował decyzje. W każdym z nich obniżka stóp związana była z obniżeniem się dynamiki, ale nie zawsze służyła do walki z inflacją – w zasadzie w 1995, w 2007, jak i obecnie inflacja nie stanowi problemu. W trzech na cztery analizowane przypadki FED słusznie przewidział, że gospodarka będzie zwalniała. Aktualnie dynamika PKB w USA nie spada, co czyni nadchodzącą obniżkę w pewnym sensie wyjątkową. Niska inflacja przybliża nas do warunków z 1995 i 2007.

Wykres 2. Inflacja CPI i dynamika PKB USA

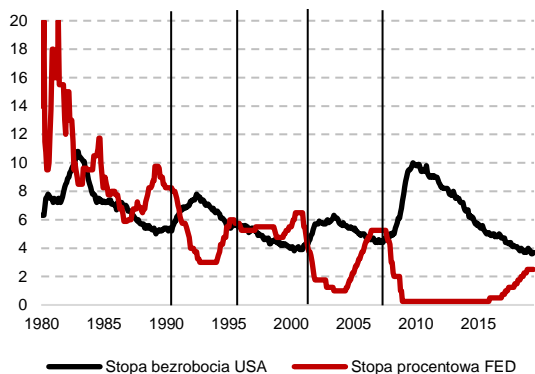


Źródło: Bloomberg Finance L.P.

Spadające bezrobocie jak w 1989, 2001 i 2007

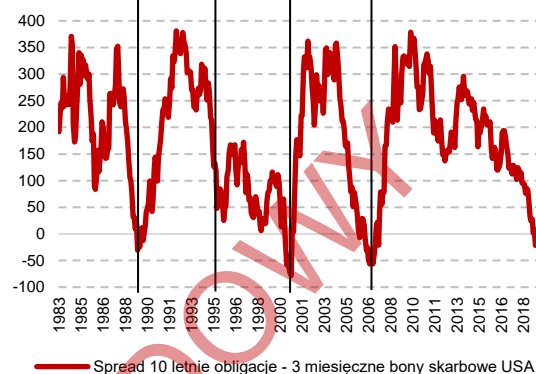
Kolejnym czynnikiem, które weźmiemy pod uwagę będzie bezrobocie (Wykres 3). W każdym przypadku, poza 1995 r. bezrobocie było najniższe od co najmniej 7 lat. W 1995 r. stopa bezrobocia spadała dopiero 3 lata. W pozostałych przypadkach FED słusznie przewidział wzrost bezrobocia. Aktualnie bezrobocie spada od 9 lat, co zbliża nas bardziej do przypadków z 1989, 2001 i 2007 r.

Wykres 3. Stopa bezrobocia USA oraz stopy procentowe FED



Źródło: Bloomberg Finance L.P.

Wykres 4. Różnica rentowności 10 letnich i 3 miesięcznych obligacji skarbowych USA



Źródło: Bloomberg Finance L.P.

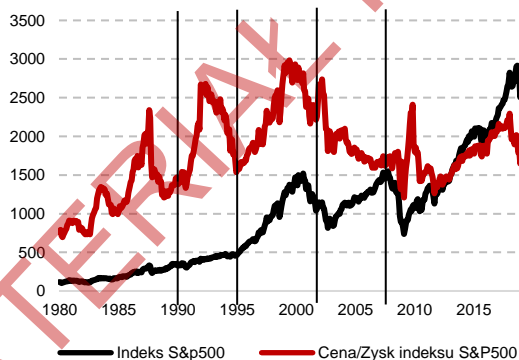
Inwersja krzywej rentowności jak w 1989, 2001 i 2007

Następnie bierzemy pod lupę różnicę rentowności obligacji USA, czyli tzw. *spread* między 10-letnimi obligacjami skarbowymi a 3-miesięcznymi bonami skarbowymi (Wykres 4). Obniżki stóp procentowych w naturalny sposób obniżają *spread*. Ujemna wartość oznacza w teorii, że lepiej zainwestować w bony skarbowe niż w gospodarkę i zapowiada najczęściej recesję w terminie 1-2 lat. Jednak jedynie w 1995 r. *spread* nie był ujemny, więc ten przypadek pod kątem analogii z aktualnymi danymi **należy odrzucić**, gdyż aktualnie wynosi on -3 punkty bazowe.

Nie jest aż tak drogo jak w 2001

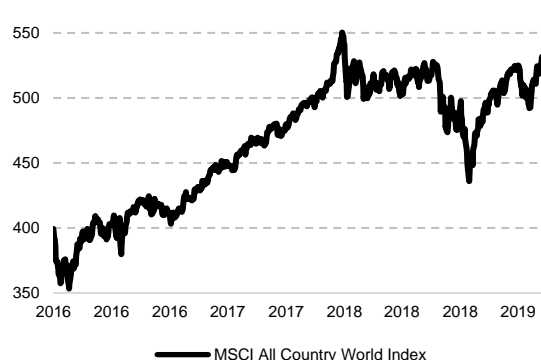
Ostatni czynnik, który weźmiemy pod lupę, to wskaźnik Cena/Zysk dla indeksu S&P500 (Wykres 6). Im wyższy poziom wskaźnika, tym akcje są droższe w relacji do wyników spółek. Aktualnie wynosi ok. 19,5x. Z analizowanych przypadków jedynie w 2001 r. wskaźnik ten był na wyższym poziomie i wynosił ok. 25x. W pozostałych przypadkach oscylował wokół 16x. Trudno zatem wyszczególnić przypadki, które byłyby najbardziej zbliżone do aktualnych warunków, ale można stwierdzić, że wyceny są nieznacznie powyżej średniej dla całej analizowanej historii ostatnich 30 lat, która wynosi 17,7x.

Wykres 6. Notowania indeksu S&P 500 oraz Cena/Zysk indeksu



Źródło: Bloomberg Finance L.P.

Wykres 7. Notowania MSCI All Country World Index



Źródło: Bloomberg Finance L.P.

Podsumujmy nasze ustalenia:

1. **Przypadek roku 1989** – duże podobieństwo pod względem bezrobocia i spreadów obligacji
2. **Przypadek roku 1995** – podobny jedynie w zakresie inflacji. Szczególnie nie zgadza się długość okresu ekspansji.
3. **Przypadek roku 2001** – podobny w szczególności za sprawą długości ekspansji gospodarczej, hossy technologicznej i wysokich wycen akcji (przy czym wtedy były wyższe).
4. **Przypadek 2007 r.** – przypadek podobny do aktualnego za sprawą spreadów obligacji, inflacji.

Pierwszy dołek w 13 tygodni od obniżki

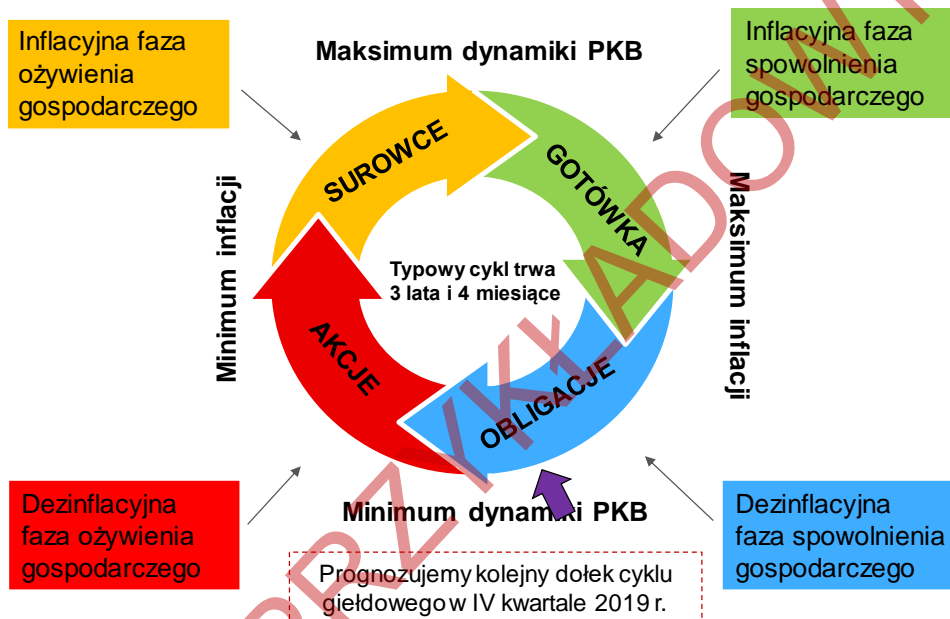
W zasadzie każdy z analizowanych przypadków ma coś podobnego do aktualnych warunków. W naszej opinii najmniej podobieństwa aktualnych warunków występuje względem roku 1995. Warto zwrócić uwagę, że po wyeliminowaniu tego przypadku z Wykresu 1 mediana pozostałych przypadków ulegałaby istotnemu przesunięciu w dół, a więc projekcja stóp zwrotu na okres 52-tygodni byłaby ujemna, przy czym **kulminacja spadku przypada na 38 tydzień projekcji – okolice połowy II kwartału 2020 r.** Na ewentualny pierwszy dołek projekcji można

liczyć w 13 tygodni od obniżki, czyli w październiku 2019 r. Cały wydzźwięk tak przedstawionej projekcji jest jednak raczej negatywny, co prowadzi nas do wniosku, że z obniżek stóp procentowych nie należy się cieszyć.

Na podstawie analiz, które prezentowaliśmy w wielu poprzednich Perspektywach rynkowych, które doprowadziły nas do negatywnej perspektywy dla rynku akcji, ewentualny październikowy dołek na rynku akcji może być dobrym momentem do istotnego podwyższenia alokacji w akcje w portfelu inwestycyjnym. Taki dołek odpowiadałby bowiem oczekiwanemu przez nas czasowi trwania fazy obligacyjnej, w której znajdujemy się od listopada ubiegłego roku. Liczyliśmy, że faza ta może potrwać od 9 do 12 miesięcy. Następną po obligacjach klasą aktywów są akcje. Oczywiście gdy patrzymy na indeks S&P500 trudno dojść do wniosku, że okres ostatniego roku był ogólnie niekorzystny dla akcji (indeks ciągle poprawia historyczne maksimum). Inaczej wygląda jednak sytuacja na wykresie MSCI All Country World Index, w którego składzie pojawiają się oprócz USA akcje spółek z innych regionów świata. Ten indeks nie ustanowił nowego szczytu od lutego 2018 r. (wykres 7).

Wykres 8: Kółko rotacji aktywów

Zbliżamy się do końca fazy obligacyjnej



Wnioski inwestycyjne

- Rozpoczęcie cyklu obniżania stóp procentowych nie daje jasnych wskazań dla inwestorów w zakresie potencjalnego przebiegu indeksu S&P500.
- Analogie gospodarcze przybliżają nas najbardziej do wersji zdarzeń z 2001 r., przy czym poziom wycen akcji w relacji do zysków spółek jest zdecydowanie niższy, a więc trudno wnioskować jednoznacznie bessę.
- Gdyby potraktować obniżkę stóp jako zapowiedź recesji, kolejnego dołka akcji możemy oczekiwać za 13 tygodni, a więc w październiku br.
- Październikowy dołek mógłby być dogodnym momentem do przeważenia akcji w portfelu inwestycyjnym zgodnie z Kółkiem rotacji aktywów, przy czym wciąż występowałoby ryzyko niekorzystnych zdarzeń w terminie kolejnych 6 miesięcy.

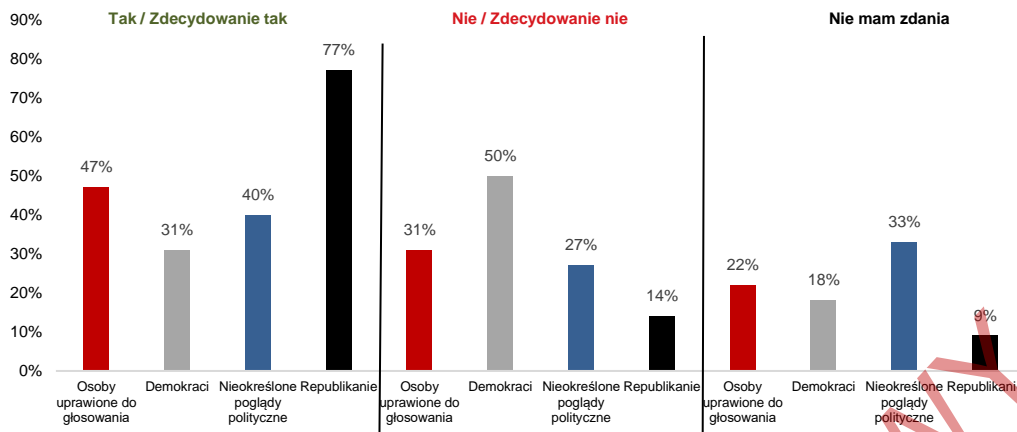
NOWE FRONTY DONALDA TRUMPA, CZĘŚĆ II. IRAN

Kilka miesięcy temu, a dokładniej w lutych Perspektywach Rynkowych, w artykule „Nowe fronty Donalda Trumpa” przedstawiliśmy tezę, że w miarę wygaszania napięć handlowych na linii USA – Chiny, wybijać zacznie nowe źródło sporu. Wówczas za najbardziej prawdopodobny konflikt gospodarczy uznaliśmy ten z Unią Europejską, a ściślej z Niemcami. Okazuje się jednak, że do zagadnienia należy podejść szerzej i zastanowić się czy zmniejszenie amerykańskiego zaangażowania na froncie (w tym kontekście słowo to nie jest przenośnią) syryjskim i afgańskim nie oznacza zwiększenia potencjału do aktywności na nowym polu bitwy. Pytanie również co materializacja tego scenariusza oznacza dla aktywów inwestycyjnych, i jakich.

Niewątpliwie, naturalnym kandydatem na przeciwnika wydaje się Iran, do czego zresztą amerykańska opinia publiczna jest przygotowywana od dłuższego czasu. Co więcej – podjęcie działań militarnych skłonna raczej jest zaaprobować (Wykres 9) – 47 proc. Amerykanów popiera podjęcie działań militarnych przeciwko Iranowi. Co ciekawe poparcie wśród Republikanów, czyli naturalnej grupy wyborczej Donalda Trumpa, wynosi aż 77 proc.

Amerykańskie społeczeństwo oswajone z wojną?

Wykres 9. Czy USA powinny podjąć działania militarne przeciwko Iranowi?

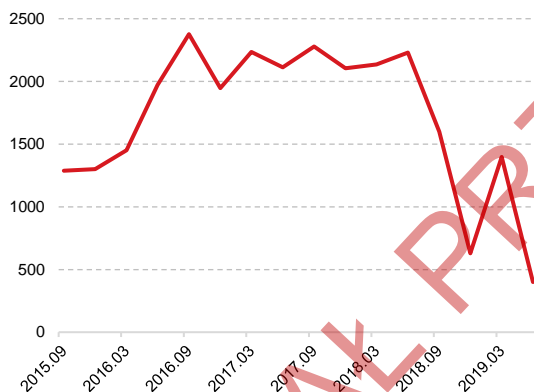


Konflikt z Iranem, a notowania ropy naftowej

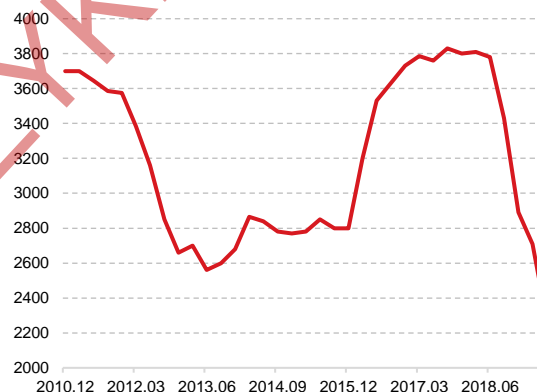
Źródło: www.statista.com. Sondaż przeprowadzono w dniach 16-18 czerwca br. na próbie 1500 respondentów w USA.

Z racji niewielkiego rozmiaru irańskiej gospodarki oraz jej odizolowania od globalnego finansowego ekosystemu wzrost niestabilności tego kraju ma marginalne znaczenie z punktu widzenia oddziaływania na decyzje inwestycyjne wykraczające poza obszar bliskowschodni. Potwierdza to analiza udziału Iranu w światowym rynku ropy naftowej (Wykres 10 i Wykres 11). Systematycznie spadająca produkcja i eksport są pokłosiem sankcji wprowadzonych po wypowiedzeniu przez USA tzw. Porozumienia Nuklearnego. Efekty zmniejszenia globalnej podaży po pierwsze są zatem już w cenach, po drugie sama podaż może być elastycznie dostosowywana przez OPEC, w którym Iran, po grudniowym opuszczeniu kartelu przez Katar, nie ma zbyt wielu sojuszników.

Wykres 10. Iran. Eksport ropy naftowej (tys. bbl/dzień)



Wykres 11. Iran. Produkcja ropy naftowej (tys. bbl/dzień)



Dywersyfikacja eksportowa głównych wydobywców ropy

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Co może wpłynąć na krótkotrwałą zmienność?

Nalożenie sankcji na Iran rodzi bardzo negatywne implikacje dla irańskiej gospodarki, ale w długim terminie nie jest w stanie naruszyć równowagi popytowo-podażowej rynku ropy. Dodatkowo, zmienność cen ropy naftowej w coraz mniejszym stopniu (choć jeszcze wciąż dużym) znajduje odbicie w gospodarkach członków OPEC i Iranu. Wynika to ze znacznie większej dywersyfikacji eksportowej niż jeszcze 40 lat temu, co jest efektem konsekwentnie realizowanej polityki rozwijania nowych kanałów sprzedaży zagranicznej. W 1977 r. 96 proc. dochodów OPEC z eksportu pochodziło ze sprzedaży ropy naftowej, podczas gdy w 2018 r. udział „czarnego złota” zmalał do 54 proc. W Iranie sytuacja wygląda podobnie, tutaj tylko rok 2018 można zestawić (brak wcześniejszych wiarygodnych danych) z rokiem 2000. W minionym roku wartość udziału eksportu ropy naftowej w eksporcie ogółem wyniósł 54 proc., w 2000 r. było to 80 proc. (źródło: www.statista.com). Iran podążą podobną ścieżką co pozostali wydobywcy z regionu, choć inspiracje ku temu (konieczność borykania się z sankcjami i międzynarodowa izolacja) są oczywiście nieco inne.

Powszechnie obowiązującym dogmatem jest to, że wzrost napięć na Bliskim Wschodzie rodzi niepewność w zakresie podaży ropy naftowej i wpływa na wzrost jej cen. Tymczasem prześledzenie ostatniego półtorarocznego okresu (Wykres 12) podpowiada, że choć łatwo jest zdarzeniami jednorazowymi wykreować wyższą zmienność w krótkim terminie, tak już stworzenie tendencji długoterminowych w oparciu o czynniki ryzyka politycznego w praktyce nie występuje. Najsilniejszym ruchem cenowym w analizowanym okresie był blisko 45 proc. spadek notowań ropy naftowej widoczny w okresie od października do końca grudnia 2018 r.

Wykres 12. Indydenty na Bliskim Wschodzie, a cena ropy naftowej (bbl/USD)



A co jakościowo wpłynęło na rynek ropy?

Źródło: opracowanie własne

„Jeśli będziemy zagrożeni, zamkniemy cieśninę Ormuz”

dowódca sił morskich Korpusu Strażników Rewolucji kontradmirał Ali Fadawi (lutym 2011)

„Jeśli na irański eksport ropy naftowej zostaną nałożone sankcje, przez cieśninę Ormuz nie popłynie nawet kropla ropy”
wiceprezydent Mohammad Reza Rahimi (grudzień 2011)

„Jeśli nasze interesy będą zagrożone, zamkniemy cieśninę Ormuz”

generał Hasan Firuzabadi, szef sztabu sił zbrojnych (czerwiec 2012)

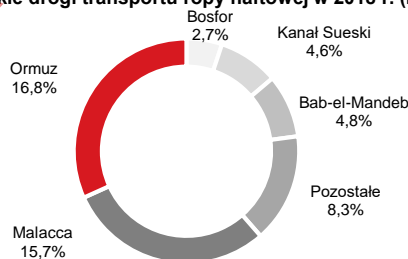
„Jeśli któregoś dnia dojdziemy do wniosku, że nie możemy korzystać z wejścia i wyjścia z cieśniny, zablokujemy ją”
kontradmiral Alireza Tangsiri (lipiec 2012)

„W razie zagrożenia Iran zamknie cieśninę Ormuz”

generał Hosejn Salami, zastępca dowódcy Korpusu Strażników Rewolucji (kwiecień 2016)

Powyższe (przedstawione na Wykresie 12) historyczne reakcje dotyczą incydentów, czyli zdarzeń o krótkotrwałym horyzoncie oddziaływania, prowadzących do jedynie niewielkich zaburzeń w dostawach ropy. Wciąż bowiem nie doszło do postawienia sprawy na ostrzu noża, czyli zablokowania przez irańską marynarkę wojenną Cieśniny Ormuz, która jest najważniejszym morskim szlakiem transportu ropy naftowej (Wykres 13).

Wykres 13. Główne morskie drogi transportu ropy naftowej w 2018 r. (mln baryłek/dzień)



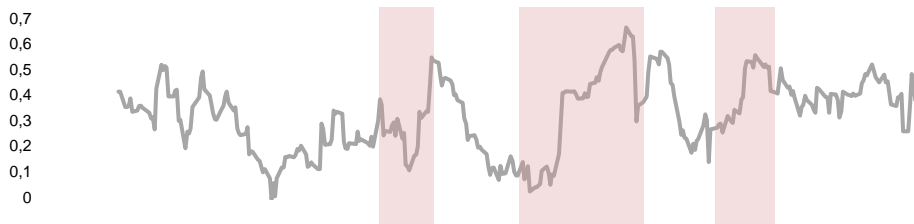
Ropa wraca do korelacji z rynkami akcji

Zaprezentowane wyżej cytaty (źródło: „Cieśnina Ormuz. Czy doszłoby do jej zablokowania w razie wojny z Iranem?”, www.defence24.pl) wskazują, że władze irańskie mają świadomość, że dysponują na dobrą sprawę jedną tylko kartą przetargową w dyskusjach z Zachodem. Powszechnie ocenia się jednak, że samo zablokowanie cieśniny Ormuz byłoby zabiegiem skomplikowanym, a przy tym przywrócenie jej drożności byłoby możliwe relatywnie szybko. Potwierdza to zresztą zachowanie ropy, która w ostatnim czasie odnotowuje wyższe ceny, mimo iż retoryka władz amerykańskich oraz irańskich nie staje się łagodniejsza.

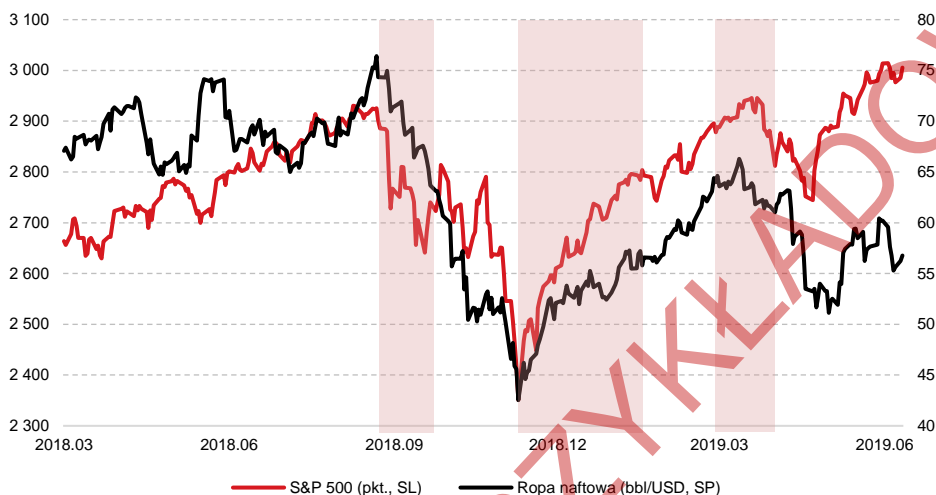
Na przestrzeni ostatnich lat ropa naftowa była w znacznym stopniu zdekorrelowana nie tylko z akcjami, surowcami przemysłowymi, ale również z wieloma surowcami energetycznymi. Nie jest to miejsce by omawiać wszystkie czynniki wpływające na jej notowania, warto jednak odnotować, że dopiero zdecydowane cięcie wydobycia przez OPEC+ wprowadziło (z opóźnieniem) rynek w stan względnej równowagi, rozumianej jako odzyskanie korelacji

z aktywami inwestycyjnymi traktowanymi jako ryzykowne (m.in. płynne rynki akcji). Wykres 14 i Wykres 15 przedstawiają właśnie to zjawisko i choć w dalszym ciągu możliwe jest wystąpienie okresowych zaburzeń, to za wariant bazowy przyjmujemy kontynuowanie dostosowywania dziennego wydobycia w ramach porozumienia OPEC+ i większą podatność notowań ropy na globalny poziom apetytu/ awersji w stosunku do ryzyka.

Wykres 14. 30-sesyjna korelacja ropy naftowej i S&P 500



Wykres 15. Notowania indeksu S&P 500 i ropy naftowej



Tylko, na jak długo?

Co może tę korelację zaburzyć? Kilka dni temu w serwisach prasowych pojawiła się informacja, że w chińskich portach zgromadzono „miliony ton ropy” (szczegółowych danych brak). Oczekują one na odprawę celną, która z racji amerykańskich sankcji nie można zostać obecnie przeprowadzona. Ocenia się, że wprowadzenie tej ropy na rynek i jej przerób przez chińskie rafinerie ma szansę wpłynąć na obniżenie globalnych cen surowców.

Wnioski inwestycyjne:

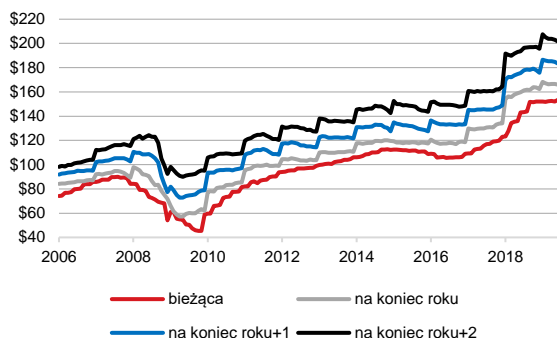
1. Obawy o zamknięcie cieśniny Ormuz traktujemy jako przesadzone. Ewentualny konflikt USA z Iranem należy rozpatrywać w kategoriach politycznych, a nie inwestycyjnych. Gospodarka Iranu jest odizolowana od światowego systemu finansowego i jej kryzys nie ma większego znaczenia,
2. Incydenty na Bliskim Wschodzie traktować należy czysto spekulacyjnie. Ich oddziaływanie w dłuższym niż krótkim terminie nie znajduje odzwierciedlenia w historycznych analogiach,
3. Ropa naftowa w coraz większym stopniu podatna jest na globalny sentyment. Zwiększa się jej korelacja z rynkami akcji, co powinno być uwzględniane przy konstrukcji portfeli zdwersyfikowanych.

ZYSKI SPÓŁEK UZASADNIAJĄ HOSSE?

Jednym z głównych czynników kreujących popyt na akcje spółek i ogólnie akcje jako rodzaju aktywa inwestycyjnego są zyski spółek. Istotne są zyski obecne, już zaraportowane, a więc historyczne, wskazujące na kondycję spółki, etap rozwoju i potencjalne przyszłe dywidendy. Co najmniej tak samo istotne, o ile nie istotniejsze są jednak oczekiwania co do zysków przyszłych, zapowiadane przez zarządy spółek oraz prognozowane przez firmy inwestycyjne. W pierwszym przypadku prognozy są najczęściej krótkookresowe, zaś w przypadku prognoz firm inwestycyjnych posługujących się modelami wycen prognozy najczęściej obejmują okresy kilkuletnie.

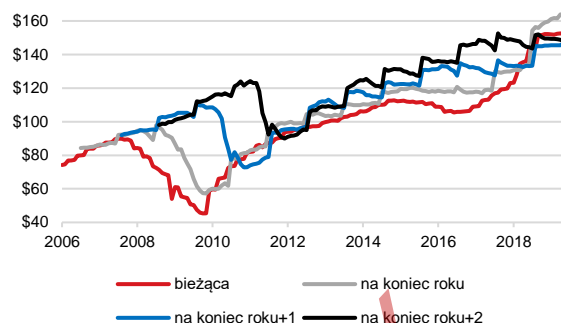
Jednym z najprostszych mierników kondycji przedsiębiorstwa jest wskaźnik *earnings per share* (EPS), czyli zysk na akcję. Dla oceny stanu rynku akcji oraz jego perspektyw można posługiwać się analizą EPS i prognozami EPS dla indeksu liczonymi jako średnia ważona udziałem w indeksie EPS komponentów indeksu. Bloomberg Finance L.P. na podstawie raportów firm inwestycyjnych dotyczących poszczególnych spółek oblicza odpowiednie wielkości EPS dla indeksów.

Wykres 16. Zysk na akcję i prognozy dla indeksu S&P500



Źródło: Bloomberg Finance L.P.

Wykres 17. Zysk na akcję i prognozy (przesunięte) dla indeksu S&P500



Źródło: Bloomberg Finance L.P., wyliczenia własne

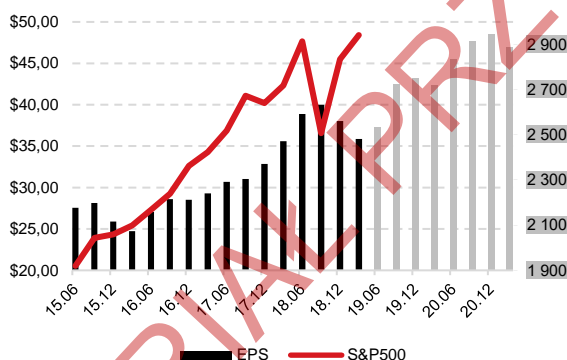
Oczekiwana dynamika EPS r/r na bardzo niskim poziomie

Na powyższych wykresach przedstawiono historyczne wartości zysku na akcję (12 miesięczny skumulowany EPS) dla indeksu S&P500, oraz wartości wynikające z prognoz firm inwestycyjnych dla poszczególnych spółek na koniec danego roku, na koniec następnego roku oraz na koniec kolejnego roku (dwa lata kalendarzowe wprzód) (Wykres nr 16).

Na pierwszym wykresie (nr 16) widać, że kryzys 2008-2009, ale również bessy na giełdach skutkowały obniżeniem prognoz zysków. Wraz ze wzrostem zysków od końca 2009 r. prognozy EPS dla indeksu S&P500 generalnie rosną. Według prognoz dynamika zysków w kolejnych latach ma być niższa niż w 2017 i 2018 r., kiedy to wyniosła odpowiednio 12,8% i 23,8%. W roku bieżącym dynamika EPS r/r ma wynieść jedynie 0,9%.

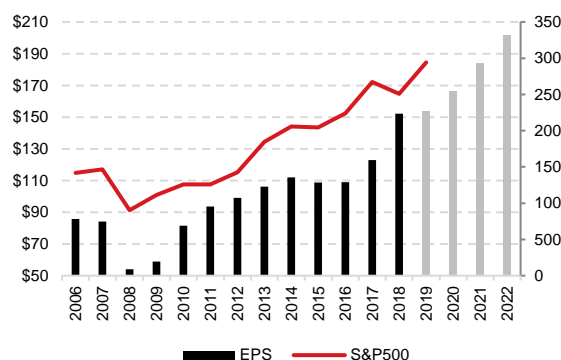
Na wykresie nr 17 prognozy EPS zostały przesunięte na osi czasu aby zsynchronizować ich wartości z rzeczywistymi odczytami z okresów, których dotyczyły. Wyraźnie widać, że prognozy o dłuższym horyzoncie są bardzo optymistyczne i rzadko były realizowane. 2018 i rok bieżący to okres kiedy zyski realizowane przekraczają wcześniejsze prognozy, po części jest efektem to zaskakująco szybkiego wprowadzenia reformy podatkowej w USA pod koniec 2017 r.

Wykres 18. EPS kwartalny, indeks S&P500



Źródło: Bloomberg Finance L.P.

Wykres 19. EPS roczny, indeks S&P500



Źródło: Bloomberg Finance L.P.

Oczekuje się wysokich dynamik EPS w kolejnych latach

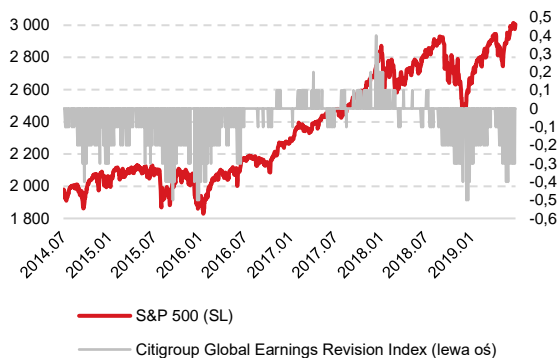
Na kolejnych dwóch wykresach zaprezentowano historyczne wartości EPS (kwartalne) dla indeksu S&P500, oraz wartości wynikające z prognoz firm inwestycyjnych. Na Wykresie 18 zaprezentowano EPS w ujęciu kwartalnym oraz prognozy EPS. Wyraźnie widać, że dynamika indeksu jest silnie skorelowana z dynamiką zysków spółek zobrazowaną jako EPS indeksu i – co najistotniejsze – z wyprzedzeniem o około 2 kwartały. Zgodnie z prognozami EPS dla indeksu (słupki szare) dynamika zysków w 2 i 3 kw. br. ma być wyraźnie dodatnia, ale w 4 kw. br. i w pierwszym 2020 r. ma spadać, aż do lekko ujemnej (-2,1% q/q).

Jednak prognozy często okazują się zawyżone

Na Wykresie 19 zaprezentowano EPS w ujęciu rocznym oraz prognozy EPS dla indeksu S&P500. Dynamika wzrostu EPS w ujęciu rocznym w latach 2019 -2022 ma wynieść odpowiednio: 0,9%, 8,4%, 10,4% i 9,8%. Realizacja tych prognoz uzasadniałaby dalszy wzrost cen akcji na rynkach USA i indeksu S&P500 w horyzoncie kilkuletnim, zakładając niezmiennienie parametry makroekonomiczne i brak wydarzeń zwiększających ryzyko inwestycyjne w USA.

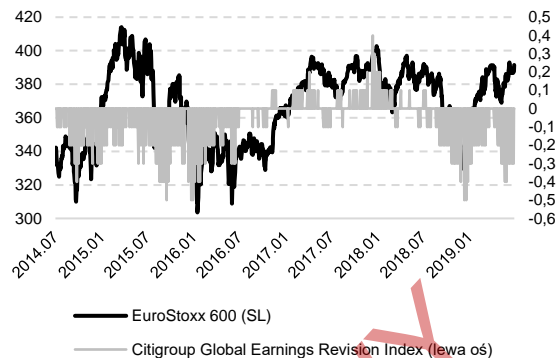
Jednak jak prezentuje to Wykres 17 prognozy najczęściej są zawyżone, a w szczególności okazują się być zawyżone o dziesiątki lub nawet ponad 100% w przypadku sytuacji kryzysowych, jak miało to miejsce w 2008 i 2009 roku.

Wykres 20. Citigroup Global Earnings Revision Index, S&P500



Źródło: Bloomberg Finance L.P.

Wykres 21. Citigroup Global Earnings Revision Index, ERO STOXX 600



Źródło: Bloomberg Finance L.P.

Wyniki drugiego kwartału 2019 roku na razie lepsze od konsensusu

Na kolejnych dwóch wykresach zaprezentowano wartości Citigroup Global Earnings Revision Index obrazującego liczbę podwyższonych i obniżonych prognoz wyników spółek w ujęciu globalnym, oraz indeksy S&P500 (nr 20) i Euro Stoxx 600 (nr 21). Na wykresach widać istotny związek pomiędzy zmianami nastawienia analityków skonsumowanymi w indeksie Citigroup Global Earnings Revision i zachowaniem zaprezentowanych indeksów giełdowych. Ostatnie trzy dynamiczne wzrosty indeksów zbiegły się w czasie z istotnym wzrostem liczby podwyższanych prognoz zysków w relacji do prognoz obniżanych. Ewentualnego zakończenia obecnej fali wzrostów na bazowych rynkach akcji można by oczekiwać po spadku salda podwyższonych i obniżonych prognoz wyników spółek (spadku omawianego indeksu).

Z opublikowanych do 24 lipca br. 92 raportów kwartalnych spółek S&P500 (według Bloomberg Finance L.P.) 72 spółki (78%) przekroczyły konsensus prognoz firm inwestycyjnych dotyczący skorygowanego (o operacje jednorazowe) EPS, a 56 (61%) przekroczyło konsensus prognoz przychodów. W okresie od 1 kwietnia do 30 czerwca br. odsetki spółek raportujących wyniki wyższe od oczekiwań wynosiły odpowiednio 77% i 57%. Oznacza to, że jak dotychczas realizacja prognoz wyników za miniony kwartał jest nieco niższa niż za poprzedni kwartał (uwaga: okresy obrachunkowe spółek nie zawsze pokrywają się z latami i kwartałami kalendarzowymi).

Jednak najistotniejsze są wyniki spółek największych, a do 24 lipca br. spośród nich wyniki opublikowały: Microsoft, Facebook, JP Morgan Chase, Visa, Johnson & Johnson, Bank of America, United Health, Coca Cola, Wells Fargo, Citigroup. Wyniki (EPS) wszystkich z nich były wyższe od oczekiwań, średnio o 4,7%, a najbardziej zaskoczył Microsoft, którego skorygowany zysk był wyższy od prognoz o 12,8%. Również przychody większości z największych spółek były wyższe od prognoz, przeciętnie o 1,3%. Przed nami jeszcze publikacja wyników min.: Amazon.com, Alphabet (Google), Apple, Walmart, Exxon Mobil, Mastercard, Walt Disney, Cisco Systems, które zapewne wpłyną na zachowanie rynków. Jednak dotychczasowe publikacje pozwalają na optymizm.

Wnioski inwestycyjne:

1. Realizowalność prognoz zysków w horyzontach powyżej roku jest mała, dla horyzontów powyżej dwóch lat jest dosyć rzadka.
2. W bieżącym roku dynamika EPS r/r indeksu S&P500 ma wynieść jedynie 0,9%. Dynamika indeksu jest silnie skorelowana z dynamiką EPS q/q z wyprzedzeniem o około 2 kwartały.
3. Prognozy na 3 Q 2019 r. są optymistyczne, na kolejne dwa są niskie, dynamika q/q EPS w pierwszym kwartale 2020 r ma wynieść minus -2,1%, co sugeruje na spadki S&P 500 w bieżącym kwartale. Zakończenia obecnej fali globalnych wzrostów można by również oczekiwać po spadku Citigroup Global Earnings Revision Index.
4. W obecnym sezonie wyników kwartalnych ponad ¼ spółek przekroczyło prognozy EPS, podobnie jak w poprzednim kwartale. Stanowi to uzasadnienie dla aktualnego optymizmu inwestorów.

ANALITYCY, AUTORZY OPRACOWANIA

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

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

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

KONTAKT

Dom Maklerski Pekao
ul. Wołoska 18, 02-675 Warszawa
dm@pekao.com.pl
infocdm@pekao.com.pl

Infolinia DM: 800 105 800 (bezpłatnie), +48 22 591 22 00
(koszt wg cennika operatora)
Infolinia TeleCDM: 801 140 490, +48 22 591 24 90
(koszt wg cennika operatora)

Zastrzeżenia prawne:

Dom Maklerski Pekao S.A. (DM) jest wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Banku Pekao S.A. z siedzibą w Warszawie. Organem sprawującym nadzór nad działalnością DM jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Niniejsza analiza inwestycyjna jest kierowana do klientów, którzy zawarli umowę o sporządzanie analiz inwestycyjnych przez DM, nie jest ogólną poradą inwestycyjną, ani rekomendacją inwestycyjną świadczoną w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego. DM, 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, ma charakter rekomendacji o charakterze ogólnym.

Niniejsza analiza inwestycyjna została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, w tym poprawności metodologicznej i obiektywizmie, wyraża wiedzę oraz poglądy autorów według stanu na chwilę sporządzenia. 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 DM wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, szczegółowo opisanym na stronie internetowej www.dm.pekao.com.pl.

Informacje dotyczące analizy inwestycyjnej

Data i godzina na pierwszej stronie raportu oznacza datę i godzinę zakończenia sporządzania rekomendacji oraz datę i godzinę pierwszej publikacji. Planowana aktualizacja niniejszej analizy inwestycyjnej: raz na miesiąc.

MATERIAŁ PRZYKŁADOWY