

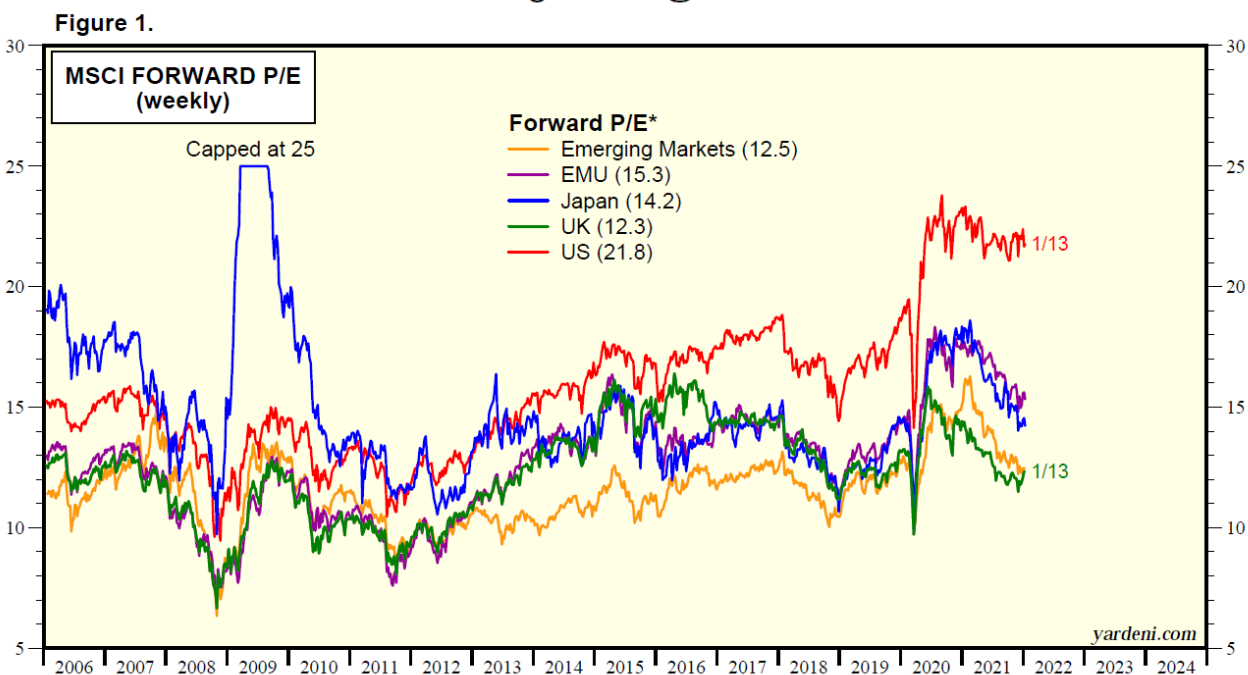
Czy mamy bańkę, która właśnie pęka?

Przez ostatnich kilkanaście lat inwestorzy na całym świecie boją się powtórki z kryzysu, który miał związek z upadkiem Lehman Brothers. Wszystkie programy wspierania gospodarki od tamtego okresu w opinii wielu inwestorów, prowadzą tylko do odwleczenia w czasie wielkiego krachu, jaki ma niebawem nastąpić. Skup obligacji przez banki centralne, który w swojej istocie doprowadził do zwiększenia płynności systemu bankowego oraz pozwolił odbudować słabe bilanse banków komercyjnych, jest postrzegany, jako bezpośrednia przyczyna występującej obecnie inflacji.

Oczywiście prawdą jest, iż programy luzowania ilościowego doprowadziły bilanse praktycznie wszystkich banków centralnych na świecie do poziomów nigdy wcześniej nie widzianych. Jednakże w teorii makroekonomii wyraźnie wskazane jest, iż wpływ na inflację ma nie tylko ilość środków pieniężnych w obiegu, ale także szybkość ich obiegu, a ta przez ostatnie lata była po prostu bardzo niewielka. Obecnie występujący wzrost cen jest wynikiem splotu kilku bardzo niekorzystnych tendencji (luźniej polityki monetarnej, fiskalnej oraz zerwanych łańcuchów dostaw) i w mojej ocenie nie należy go utożsamiać tylko i wyłącznie z ogromnymi bilansami banków centralnych.

Oczywiście spadek stóp procentowych do zera, zwiększenie kilkukrotne bilansów banków centralnych są środowiskiem bardzo sprzyjającym powstawaniu baniek spekulacyjnych. Czy jednak dzisiaj obserwujemy taką bańkę na rynku akcyjnym?

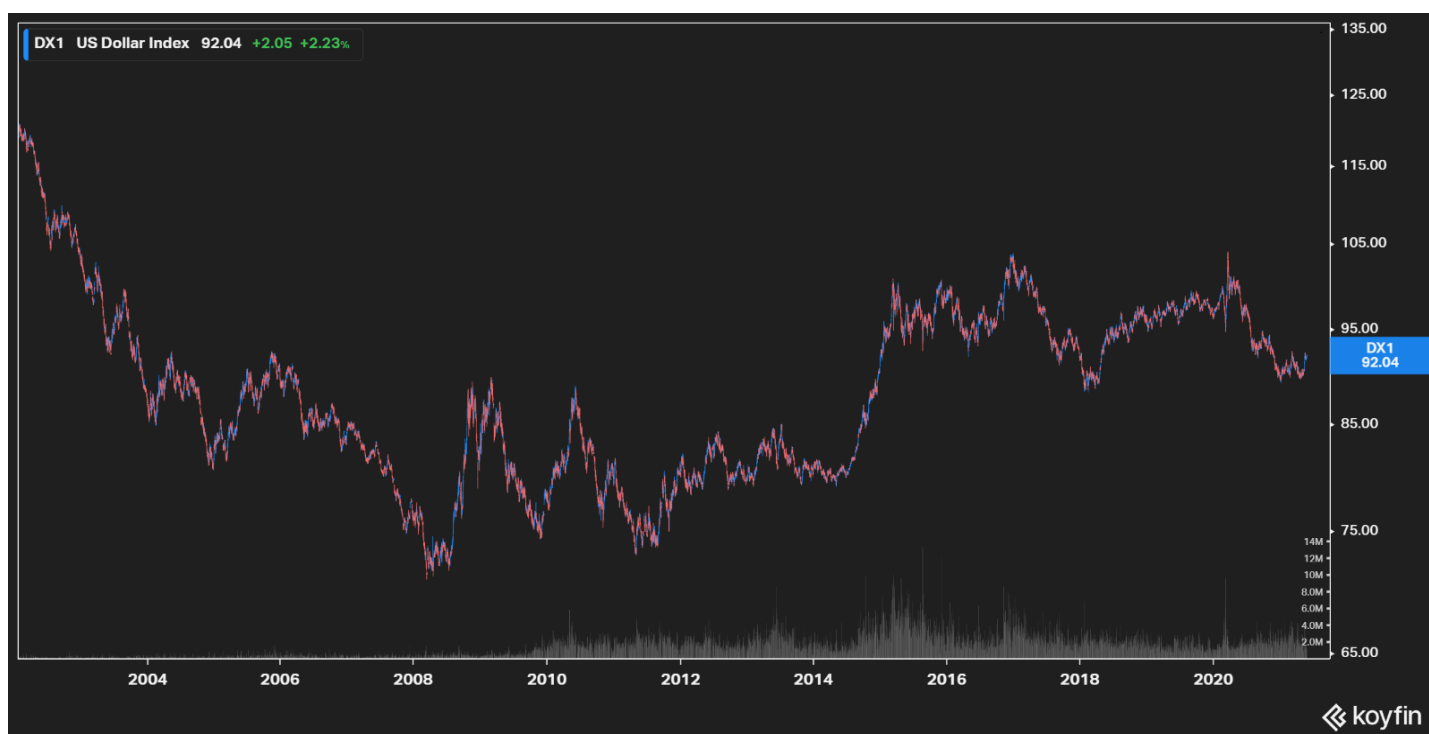
Major Regions



* Price divided by 12-month forward consensus expected operating earnings per share.
Source: I/B/E/S data by Refinitiv.

Jeżeli spojrzymy na wskaźniki P/E dla rynków akcyjnych to niewątpliwie w USA są one wysokie i nawet po ostatnich spadkach wynoszą 19.6 (dane na wykresie są policzone dla kursów akcji z dnia 19 stycznia). Czy można jednak mówić globalnie o bańce spekulacyjnej na akcjach?

Patrząc na skalę wzrostów cen akcji, przede wszystkim spółek technologicznych, zapominamy o bardzo ważnym aspekcie. Spółki te nie są tymi samymi spółkami co 10 czy 15 lat temu. Weźmy na przykład Amazona. W roku 2010 przychody tej spółki wynosiły 34 mld USD a zysk netto 1,1 mld USD. W 2020 roku sprzedaż wynosiła już za to 386 mld USD a zysk netto 21 mld USD. Czy ponad 10-krotny wzrost sprzedaży i ponad 20-krotny wzrost zysku netto wynikał z programów luzowania? Wydaje mi się, że nie, a raczej był on pochodną niespotykanej nigdy wcześniej w historii transformacji cyfrowej świata. Nie znaczy to, iż uważam za atrakcyjne lokowanie dzisiaj kapitału w takich spółkach. Mają one niewątpliwie swoje problemy i dalszy ich, tak dynamiczny wzrost, stoi pod dużym znakiem zapytania. Dlatego wydaje mi się, iż na świecie są dużo atrakcyjniejsze inwestycje i na nich warto się skupić. Uważam natomiast, iż normalizacja polityki monetarnej na świecie, którą obecnie obserwujemy, nie jest jeszcze sygnałem zwiastującym krach na miarę Lehman Brothers (pamiętać należy, iż powodem spadków w 2008 roku był kryzys na rynku nieruchomości a nie wyceny cen akcji na rynku amerykańskim).



Wszystkie bańki, które w historii świata miały miejsce, pękały w momencie spadku płynności, która jest dla nich tlenem. Pierwszym sygnałem, który zwiastuje spadek płynności jest natomiast rosnący kurs Dolara amerykańskiego. W obecnej chwili obserwujemy raczej jego osłabianie się, co w połączeniu z rosnącymi cenami surowców oraz luzowaniem polityki monetarnej w Chinach powinno prowadzić do realokacji środków z rynków wysokorozwiniętych do rynków rozwijających się. Spadki cen akcji, które mają miejsce na spółkach technologicznych są w mojej ocenie normalizacją wycen w nowym środowisku stóp procentowych i tylko tak powinny być traktowane.

Ryzyko załamania się gospodarek światowych oczywiście istnieje i w przypadku dalszych podwyżek stóp procentowych może mieć miejsce. Ryzyko, że nie powinno jednak przysłaniać podstawowego faktu, iż w środowisku ujemnych realnych stóp procentowych, inwestorzy mają szansę na stopy zwrotu powyżej inflacji, tylko akceptując ryzyko związane z rynkiem akcyjnym.