

Raport specjalny

Akcje amerykańskie najtańsze od marca 2020 r.



AUTORZY:

Kamil Cisowski, CFA

Dyrektor Zespołu Analiz
i Doradztwa Inwestycyjnego

Patryk Pyka

Doradca Inwestycyjny (nr licencji 611)

Widmo recesji na horyzoncie

Pierwsze półrocze 2022 r. przyniosło niemal nieprzerwaną wyprzedaż na amerykańskim rynku akcji. Jego główny indeks, rozpoczynający rok przy poziomach około 4 800 pkt., jest obecnie notowany poniżej 3 700 pkt., 23,5% niżej, formalnie znajdując się w terytorium bessy. Wywołane przez gwałtowny i uporczywy wzrost inflacji, a w konsekwencji silne zacieśnienie polityki monetarnej spadki w olbrzymim stopniu dyskontują już, że w końcówce tego lub w przyszłym roku w USA dojdzie do recesji. Analitycy JP Morgan wyliczają, że obecne wyceny implikują 85 proc. prawdopodobieństwo takiego scenariusza, a dotychczasowa skala przeceny nie odbiega od średnio 26 proc. spadków S&P500, które miały miejsce podczas 11 ostatnich epizodów recesyjnych. Warto zaznaczyć, że przeciętne cykliczne spowolnienie, trwające około 2 kwartałów, ma zdecydowanie krótszy i łagodniejszy przebieg niż dwa najpoważniejsze załamania ostatnich dekad, czyli „pęknięcie bańki internetowej” w latach 2000-2002 oraz „wielki kryzys finansowy” lat 2008-2009. W obu przypadkach spadki S&P500 od szczytu przekroczyły wówczas 50%.

Co charakterystyczne dla okresów skrajnego pesymizmu (ostatnie wskazania wskaźnika Fear&Greed dla amerykańskiego rynku akcji oscylują wokół poziomu 15/100, oznaczającego skrajny strach), to właśnie te dwa scenariusze są ostatnio najczęściej przywoływane jako punkt odniesienia do obecnej sytuacji rynkowej, natomiast trudno aktualnie znaleźć dowody na to, że moglibyśmy mieć do czynienia z załamaniem gospodarczym w podobnej skali (w szczególności niezwykle silny pozostaje rynek pracy, a bez wyraźnego wzrostu bezrobocia trudno mówić o kryzysie).

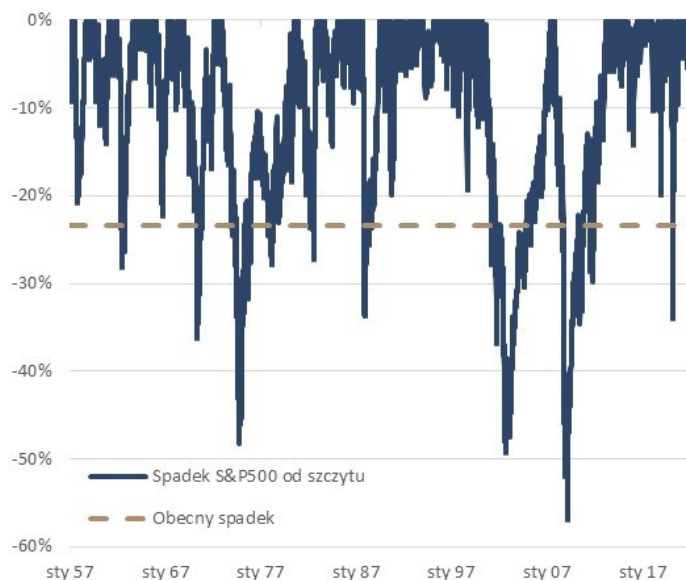
Głównym problemem dla rynku akcji pozostaje inflacja, która w USA niespodziewanie wyniosła w czerwcu 8,6% r/r, osiągając nowy szczyt i zwiększając oczekiwania dotyczące podwyżek stóp procentowych. Obecne wyceny mówią, że stopa funduszy federalnych osiągnie do końca roku poziom 3,50-3,75%, nieco powyżej mediany oczekiwań członków FOMC (3,40%). W połączeniu z rozpoczęciem redukcji bilansu Fed, która w sierpniu osiągnie pełną skalę 95 mld USD miesięcznie, oznacza to gwałtowne pogorszenie warunków finansowych dla amerykańskich obywateli. Docelowo doprowadzi to prawdopodobnie do spadku konsumpcji, a w konsekwencji także do ograniczenia inflacji. Ta jednak narastająco jest uzależniona od czynników zewnętrznych, przede wszystkim szoku na rynku surowców energetycznych, wywołanego rosyjską inwazją na Ukrainie. Jest to typowe - gwałtowne wzrosty cen ropy były istotnym komponentem prawie wszystkich recesji ostatnich dekad, nie tylko tych największych, ale też niewielkich, które pod wieloma względami przypominają obecną sytuację. Najlepszym przykładem jest tu recesja lat 1990-1991, dla której katalizatorem stała się iracka inwazja na Kuwejt oraz podwyżki stóp Fed w latach 1986-89.

Ostatnich 10 recesji w USA

Recesja	Kiedy	Spadek PKB	Szczyt bezrobocia
COVID-19	02.2020-04.2020	-19,2%	14,7%
Kryzys Finansowy	12.2007-06.2009	-5,1%	10,0%
Kryzys „Dot-com”	03.2001-11.2001	-0,3%	6,3%
Recesja 90. roku	07.1990-03.1991	-1,4%	7,8%
Recesja 1981-1982	07.1981-11.1982	-2,7%	10,8%
Recesja „postagflacyjna”	01.1980-11.1982	-2,2%	7,8%
Kryzys naftowy	11.1973-03.1975	-3,2%	9,0%
Recesja „wietnamska”	12.1969-11.1970	-0,6%	6,1%
Recesja 1960-1961	04.1960-02.1961	-1,6%	7,1%
Recesja 1958	08.1957-04.1958	-3,7%	7,5%

Źródło: NBER, BLS, BEA, 20.06.2022 r.

Największe spadki S&P500 w latach 1957-2022



Źródło: Bloomberg (20.06.2022 r.)

Aktualny poziom wycen

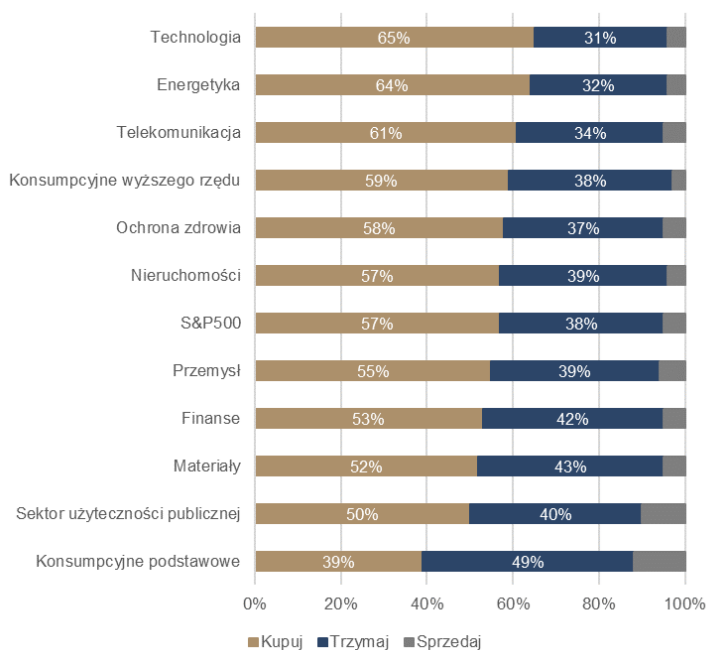
Przy użyciu większości popularnych miar akcje amerykańskie są obecnie tanie. Zgodnie z danymi FactSet na 15.06. aktualny wyprzedzający wskaźnik cena/zysk dla spółek S&P500 to 15,8, co oznacza, że jest on o około 15 proc. niższy od 5-letniej średniej, a wyceny są w teorii najbardziej atrakcyjne od marca 2020 r. Wówczas w szczycie paniki chwilowo spadł on do poziomu 13,8.

Najważniejszą wątpliwością w kwestii tego, jak atrakcyjny jest to poziom pozostaje fakt, że widoczne w danych makro pogorszenie wzrostu („szybki” wskaźnik GDPNow publikowany przez Fed z Atlanty sugeruje zerową dynamikę PKB w 2Q2022) pozostaje na razie w lekkim kontraście z prognozami „bottom-up” (budowanymi na bazie oczekiwań co do wyników poszczególnych spółek). **Wskaźnik został wyliczony przy założeniu, że dynamika zysków w tym kwartale osiągnie poziom 4,3% r/r** (zaledwie 1,6 pp poniżej prognoz z 31 marca). Oczekiwana dynamika przychodów wręcz wzrosła (do 10,1% r/r). Ujemne rewizje wyników dotyczą przede wszystkim sektora dóbr konsumpcyjnych wyższego rzędu (-22 pp od końca marca) i telekomunikacyjnego (-8 pp) i są równoważone m.in. drastycznymi wzrostami oczekiwań co do zysków spółek energetycznych (+75 pp od końca marca), które mogą osiągnąć dynamikę na poziomie 213% r/r w 2Q2022. Pomimo wysokiego odsetka spółek publikujących negatywne prognozy (70% vs. 60% przeciętnie w ciągu ostatnich 5 lat), środowisko inflacyjne sprzyja poza energetyką branży materiałowej czy przemysłowi - tutaj także dynamiki zysków będą wyraźnie dwucyfrowe. Kompresja marż ma postępować stopniowo, oczekuje się że przeciętna marża zysku netto wyniesie 12,4%, mniej niż rok temu (13,1%), ale wciąż powyżej wieloletnich średnich.

Warto zwrócić uwagę, że w odniesieniu do już osiągniętych zysków wskaźnik C/Z wynosi dla S&P500 17, więc wygląda jeszcze atrakcyjniej (26,1% dyskonta do 5-letniej średniej na poziomie 23). Ilość rekomendacji kupna jest powyżej historycznych średnich. Wynikająca z rekomendacji dla poszczególnych spółek 12-miesięczna cena docelowa dla S&P500 to 5022,29, co implikuje wzrost indeksu o 36,3%. Do tej liczby mamy jednak ogromny dystans. **W szczególności uważamy, że nie uwzględnia ona zmiany ścieżki stóp procentowych, która dokonała się w ciągu ostatniego miesiąca** (wycena dodatkowych 75 pb podwyżek) ani wyraźnego czerwcowego pogorszenia w danych makro, które może sygnalizować konieczność rewizji w dół prognoz na kolejne kwartały. Około 10-proc. dynamiki zysków w 3Q/4Q2022 wydają się intuicyjnie zawyżone, natomiast wiele wskazuje na to, że scenariusz ich rewizji jest już z nawiązką uwzględniony w wycenach.

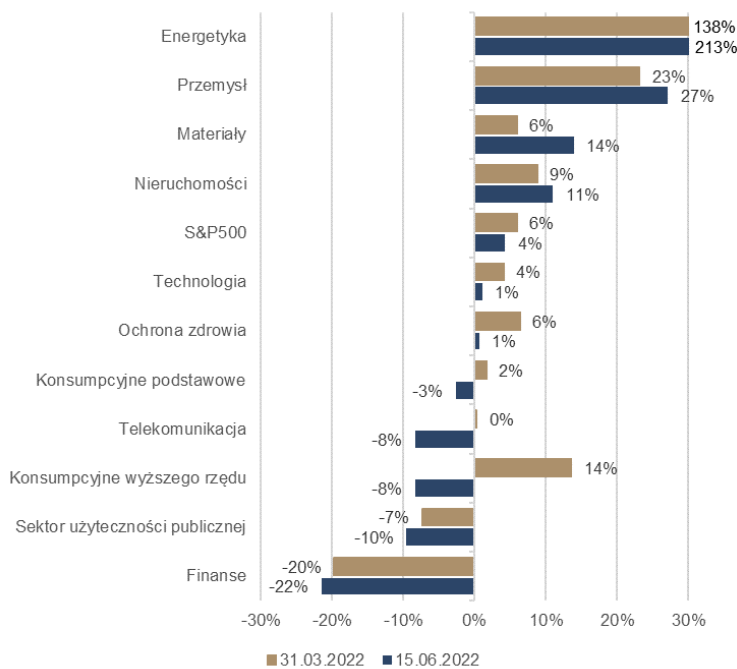
W ujęciu wskaźnikowym akcje są obecnie bardzo atrakcyjne. Scenariusz ich dalszej przeceny istnieje przede wszystkim w warunkach gwałtownego pogorszenia sytuacji na rynku pracy i zwiększenia się ryzyk poważnej recesji. **Wariant lekkiego spadku PKB przez 2/3 kwartały wydaje się już zdyskontowany.**

Odsetek rekomendacji w podziale na sektory



Źródło: FactSet (15.06.2022 r.)

Prognozowana dynamika zysków r/r w 2Q2022



Źródło: FactSet (15.06.2022 r.)

Istotne informacje

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie (02-595) przy ul. Puławskiej 107, wpisany do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS: 000061809 („DI Xelion”). DI Xelion prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia udzielonego przez Komisję Nadzoru Finansowego i podlega nadzorowi tego organu. Wymagane przepisami prawa informacje o DI Xelion oraz świadczonych usługach, w tym o pełnej ofercie DI Xelion i pozostałych funduszach, ryzyku związanym z oferowanymi instrumentami finansowymi udostępniane są na stronie internetowej www.xelion.pl lub przed rozpoczęciem świadczenia usługi.

Niniejsze opracowanie:

- zostało sporządzone w celu informacyjnym oraz promocyjnym;
- nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego;
- nie zostało sporządzone na podstawie zlecenia ze strony Klienta ani w wykonaniu usług świadczonych na rzecz Klienta na podstawie umowy z DI Xelion;
- nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego ani nie stanowi rekomendacji nabycia lub zbycia instrumentów finansowych w ramach tej usługi;
- nie stanowi również informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną, ani rekomendacji inwestycyjnej w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE.

Materiał zawiera treści sporządzone niezależnie od dokonanej przez DI Xelion oceny indywidualnej sytuacji Klienta (m.in. poziomu wiedzy o inwestowaniu w zakresie instrumentów finansowych, doświadczenia inwestycyjnego) oraz nie uwzględnia sytuacji finansowej, potrzeb, cech i celów inwestycyjnych Klienta.

Niniejsze opracowanie stanowi wyłącznie wyraz wiedzy oraz prywatnych poglądów autorów według stanu na dzień sporządzenia i nie może być interpretowane w inny sposób. Opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością i starannością przy zachowaniu zasad metodologicznej poprawności, na podstawie ogólnodostępnych informacji, uznanych przez autorów za wiarygodne. Autorzy ani DI Xelion nie gwarantują jednak poprawności, kompletności i dokładności tych informacji.

Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem i oznacza, że inwestor może utracić część lub całość zainwestowanych środków. Stopień ryzyka zależy od rodzaju i klasy aktywów będących przedmiotem inwestycji. Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej inwestor powinien, oprócz prognozy potencjalnego zysku, określić także czynniki ryzyka, jakie mogą wiązać się z daną inwestycją. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie stanowią wobec kogokolwiek zapewnień ani zobowiązań natury prawnej ze strony DI Xelion, nie mogą stanowić wyłącznej podstawy do skorzystania z usług oferowanych przez DI Xelion lub do podjęcia jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej.

Właścicielem i wydawcą materiału jest DI Xelion. Wszelkie prawa są zastrzeżone. Zabronione jest wykorzystywanie materiału w działalności gospodarczej innej niż działalność DI Xelion. Udostępnienie niniejszego materiału nie jest równoznaczne z przeniesieniem przez DI Xelion majątkowych praw autorskich do niniejszego materiału oraz nie stanowi udzielenia licencji do jego wykorzystywania. Zabroniona jest dekompozycja, dekompilacja, dezintegracja czy też zmiana struktury materiału.