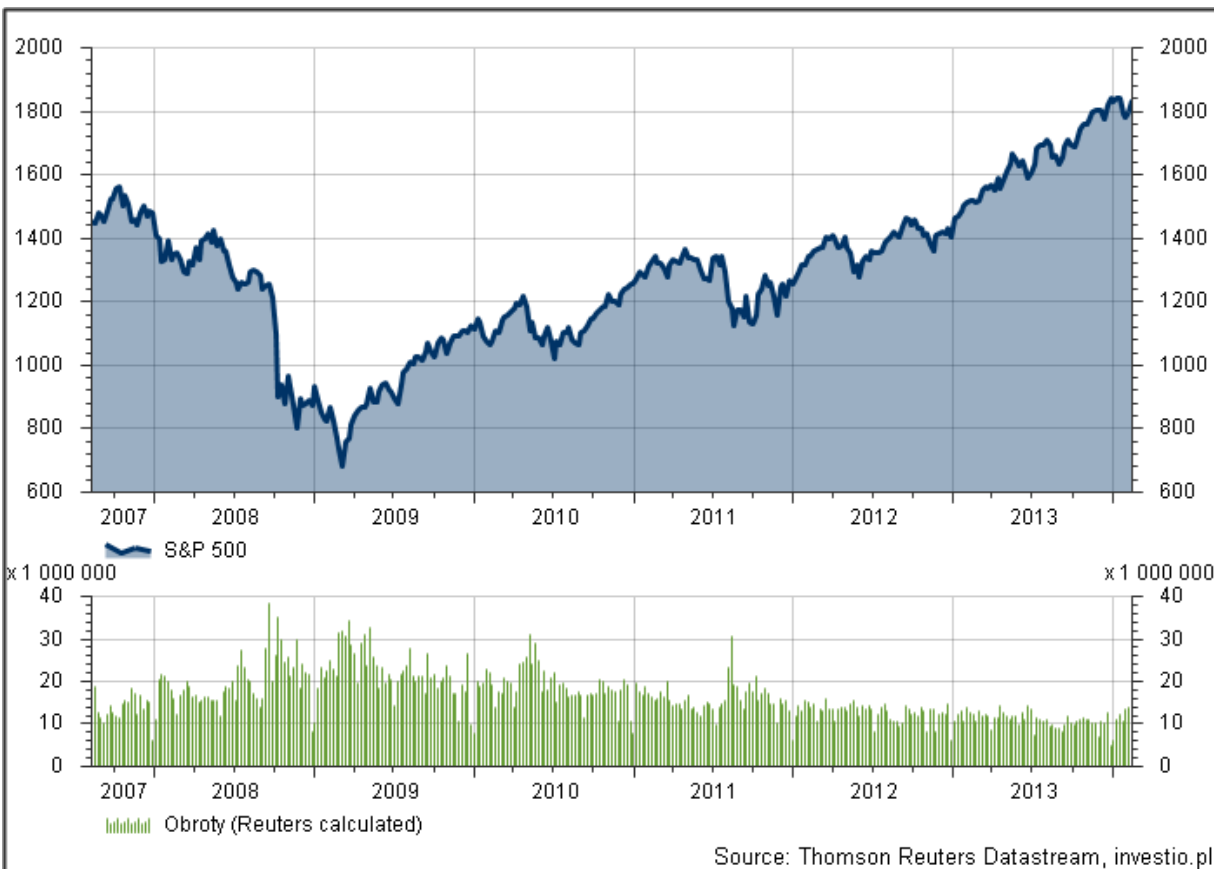
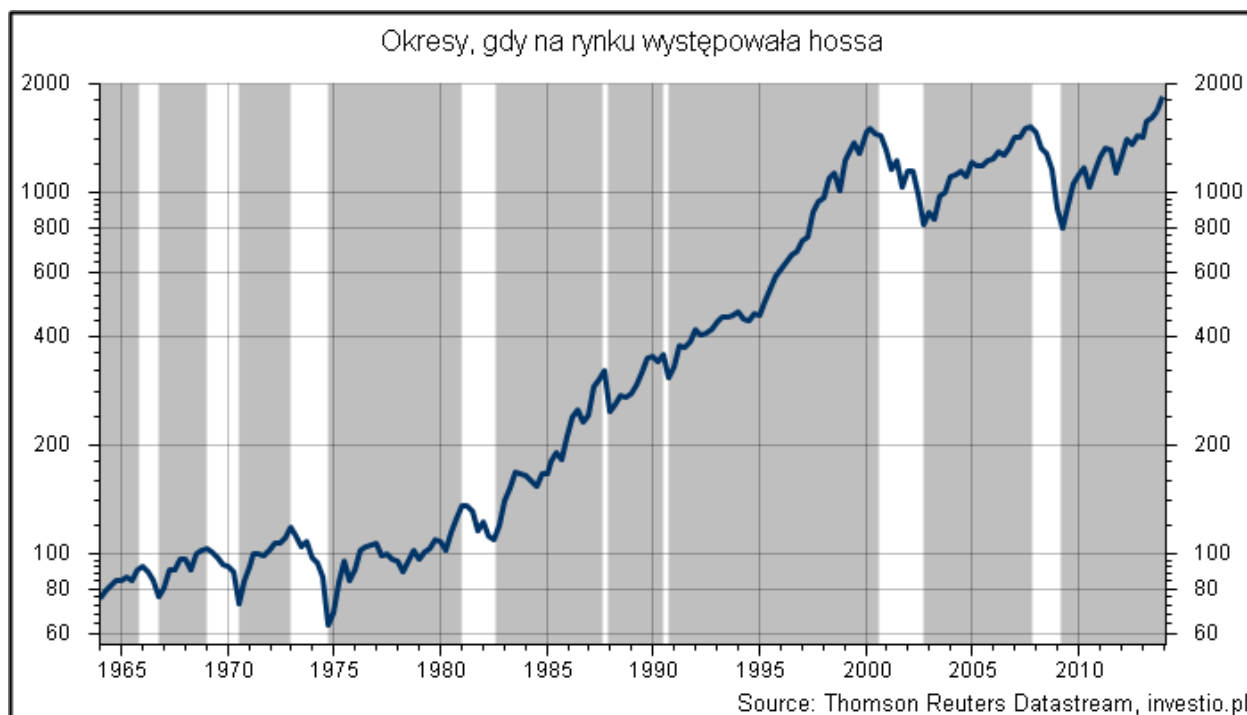


Kiedy w pierwszej połowie marca 2009 roku spadki indeksu S&P 500 przekroczyły 55%, inwestorzy uznali że nadszedł w końcu moment na zmianę nastawienia. Rozpoczęła się wtedy hossa, która do dziś przyniosła około 170% wzrostu. Jej siłę potwierdziło zachowanie amerykańskiego indeksu w czasie europejskiego kryzysu zadłużenia w 2011 roku, kiedy S&P 500 “wyszedł na prowadzenie” i do chwili obecnej dystansuje giełdy innych rozwiniętych gospodarek. To właśnie giełda amerykańska odpowiada za największą część wzrostów indeksu MSCI World, określającego sytuację na światowych parkietach.



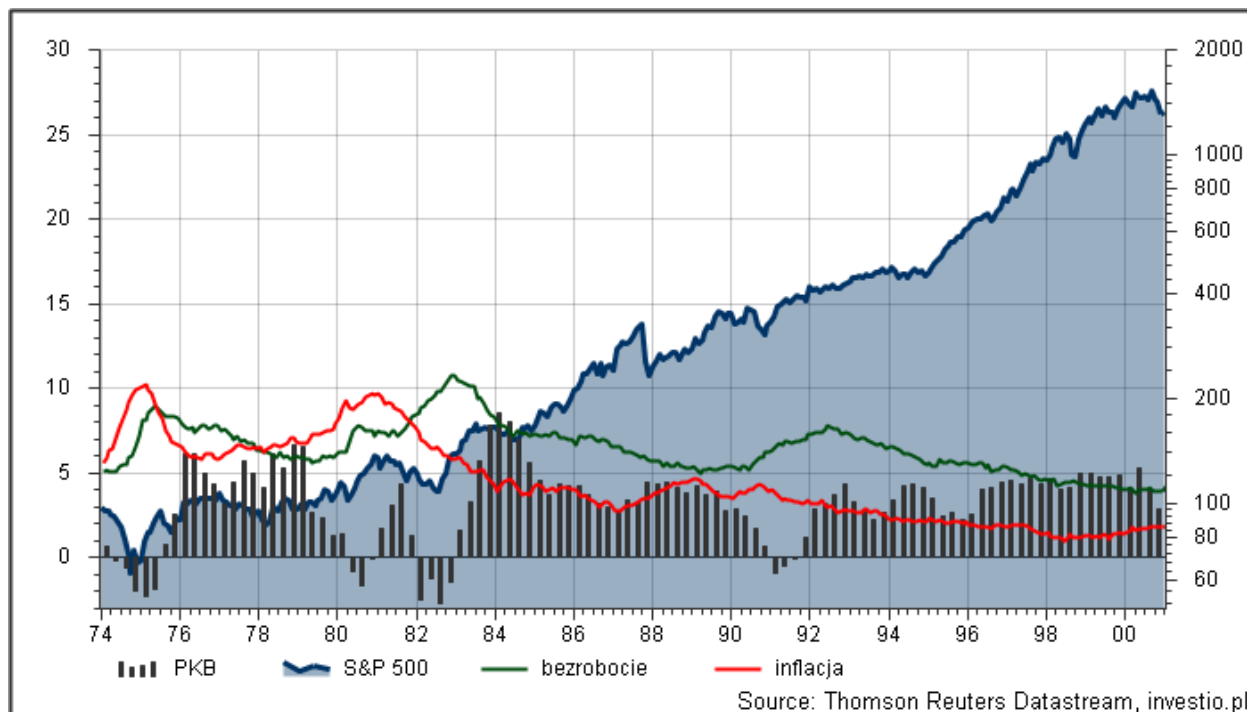
Załamanie które nastąpiło w 2007/2008 było zdecydowanie jednym z najsilniejszych od czasu Wielkiej Depresji, a doprowadził do niego kryzys na rynku nieruchomości. Najmocniej i najwcześniej na wartości traciły przede wszystkim spółki finansowe, a właściwie banki - to one były najbardziej wystawione na ryzyko niewypłacalności kredytobiorców, choć oczywiście największe spadki zanotowały spółki działające stricte na rynku nieruchomości. Mimo, że nie można wymienić branży, która oparłaby się ogólnym nastrojom, są takie, które przez kryzys przeszły stosunkowo łagodnie. Chodzi przede wszystkim o producentów podstawowych produktów, usługi, opiekę medyczną czy technologię informacyjną, która swoje najgorsze czasy ma już zdecydowanie za sobą. Większość z branż zachowywała się co najmniej przyzwoicie aż do drugiej połowy 2008 roku, choć cały indeks tracił już od ostatniego kwartału 2007 roku.

Patrząc na historyczne notowania, złote czasy dla indeksu to zdecydowanie okres między 1975 a 2000 rokiem. S&P 500 zwiększył wtedy swoją wartość prawie 25-krotnie, a nie licząc takich epizodów jak bessa z pierwszej połowy lat 80., okres czarnego poniedziałku z 1987 roku oraz krótkie odzwierciedlenie gospodarczych problemów na początku lat 90., indeks nieprzerwanie rósł. (Na wykresach dla S&P 500 zastosowana jest skala logarytmiczna)



Nowe tysiąclecie to okres dwóch mocnych wstrząsów oraz szerokiej konsolidacji. Obecnie kurs S&P 500 przebił jej górne ograniczenie, w związku z czym powstaje pytanie, czy hossa którą obserwujemy, ma na tyle silne fundamenty, by zakończyć niemal 15 letnią przerwę i powrócić do kilkudziesięcioletniego trendu wzrostowego.

Trendu, który rodził się w warunkach wysokiego bezrobocia i inflacji, oraz innych problemów ekonomicznych, do których doprowadziła polityka gospodarcza nastawiona na państwową interwencję. Odpowiedni jego rozwój zapewnił dopiero rozkwit gospodarki, wywołany zmianą orientacji na bardziej prorynkową. Dzięki polityce Ronalda Reagana, będącego prezydentem USA w latach 80., która opierała się na stwierdzeniu: “niedoskonałość rynku jest lepsza niż niedoskonałość biurokracji”, amerykańska gospodarka weszła na drogę stabilnego wzrostu i zaliczyła jeden z najdłuższych okresów gospodarczego prosperity, jakim niewątpliwie były lata 90. ubiegłego wieku.

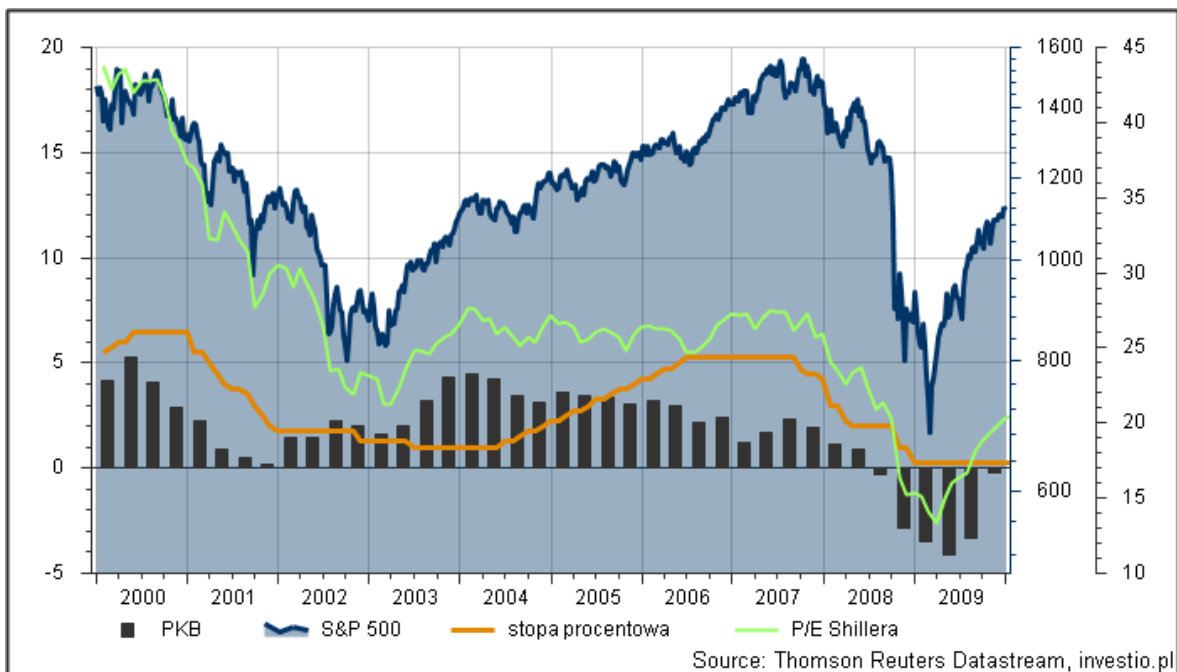


Wzrosty indeksu S&P 500 przyspieszyły w 1995 roku. Wielu analityków tłumaczy to początkiem powstawania bańki internetowej, biorąc jednak pod uwagę wskaźnik dywidendy na akcję, sytuacja rozwijała się całkiem normalnie aż do kwietnia 1997 roku, kiedy to inwestorzy zaczęli wreszcie przewartościowywać akcje<sup>1</sup>. Rok 1995 to jednak także wzmożona aktywność FED i dynamiczny wzrost podaży pieniądza (i to pomimo dość wysokiego poziomu stóp procentowych), który mógł stymulować wzrost opłacalności prowadzonej przez spółki działalności. Rezerwa Federalna mogła sobie pozwolić na takie działania, ponieważ wzrost podaży własnej waluty równoważony był przez wzrost popytu na dolary ze strony Niemiec i Japonii<sup>2</sup>. Ostatecznie, potężne wzrosty zakończyła 45% przecena, wywołana pęknięciem wspomnianej bańki.

Krach zbiegł się w czasie ze spowolnieniem amerykańskiej gospodarki, oraz atakami terrorystycznymi z 11 września, które dodatkowo pogorszyły nastroje. Szybka reakcja FED, w postaci ekspresowej wręcz obniżki stóp procentowych do najniższego (wtedy) poziomu w historii, pozwoliła USA dość szybko zażegnać widmo recesji, oraz przywróciła wzrosty na amerykańskiej giełdzie. W tym samym okresie administracja Busha zdecydowała się wspomóc rynek nieruchomości, poprzez stymulację rynku kredytów hipotecznych. Choć przez następne lata giełda rosła "swoim tempem" a wskaźnik cena do zysku (liczony metodą Shillera) nie zdradzał oznak przewartościowania, wspomniane wcześniej czynniki doprowadziły nie tylko do silnego krachu giełdowego w 2008 roku, ale także recesji amerykańskiej i globalnej gospodarki.

<sup>1</sup> [Początki bańki internetowej](#)

<sup>2</sup> [Reverse Plaza Accord](#)

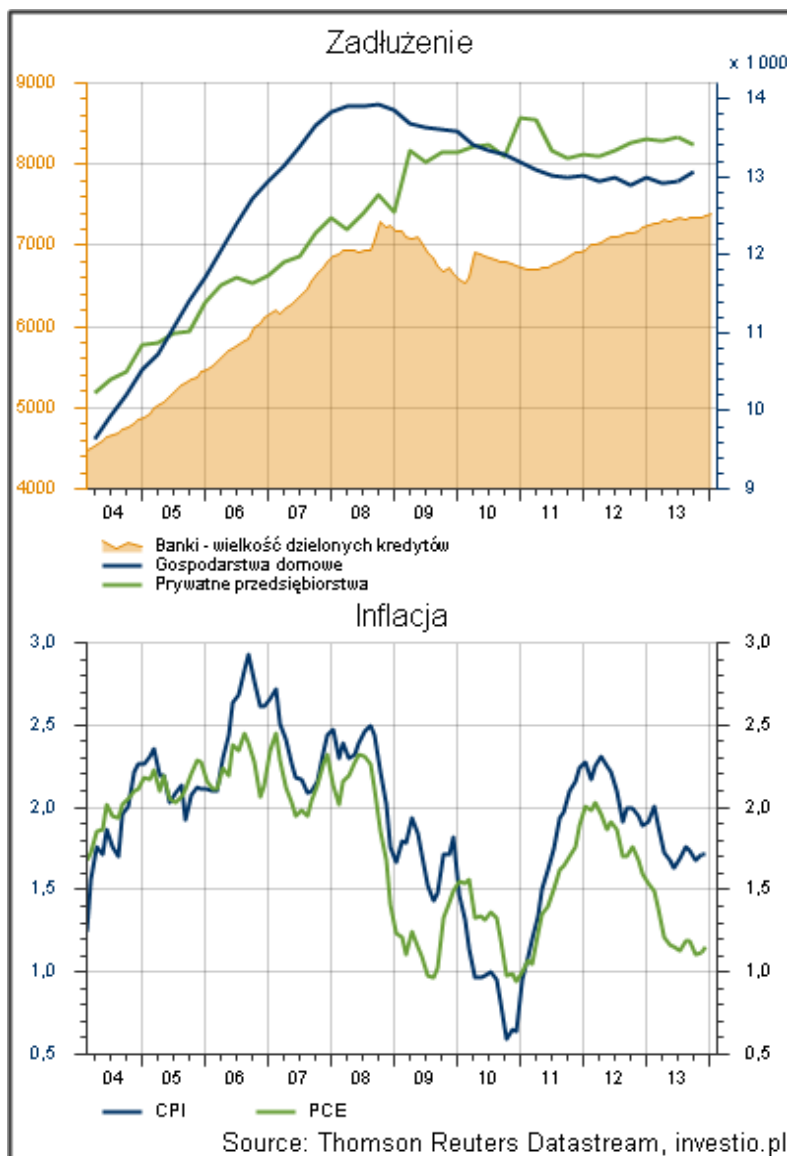


Choć w kwestii radzenia sobie z kryzysem generalne podejście FED się nie zmieniło, sposób z jaki to robi stał się o wiele bardziej wyrafinowany i złożony. W 2008 roku Rezerwa Federalna uchroniła od bankructwa wiele instytucji, co w przeciwnym razie miałyby bardzo poważne konsekwencje - o wiele silniejsza recesja, dramatyczniejsze pogorszenie warunków życia Amerykanów, nie wspominając o pogłębieniu giełdowej korekty. Na działania FED złożyło się obniżenie stóp procentowych z poziomu 5,25% do rekordowych 0,25% w niespełna półtora roku, oraz ogromne bailouty, operacja Twist i trzy (do tej pory) edycje programu QE, które zwiększyły bilans banku już ponad 4-krotnie, do około 4 bilionów dolarów.

Na ten moment to, co w ostatnich latach zrobił FED należy ocenić na piątkę. Amerykańska gospodarka rośnie już od dobrych kilkunastu kwartałów, bezrobocie nieustannie spada, giełda odrobiła spadki zawiązką a na horyzoncie nadal nie widać widma inflacji. Trzeba pamiętać jednak, że luzowanie ilościowe nadal trwa (więc ewentualne negatywne skutki są wciąż maskowane), a z kompleksową oceną trzeba będzie czekać jeszcze pewnie przez lata po jego zakończeniu. W tym momencie można jedynie sprawdzić w jaki sposób QE rzeczywiście wpływa na gospodarkę i zastanowić się, w jaki sposób w długim terminie wpłynie na sam indeks S&P 500, oraz jego otoczenie makroekonomiczne.

Program Quantitative Easing polega w największej mierze na skupie z rynku amerykańskich obligacji i papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką (MBS). Od początku 2013 roku FED robi to w tempie 85 miliardów dolarów miesięcznie, przy czym program został w ostatnich miesiącach ograniczony już dwukrotnie, a obecnie jego wielkość to 65 miliardów miesięcznie. Dostarczając dodatkową płynność, FED chciał w pierwszej kolejności osłabić skutki kryzysu, oraz poprawić kondycję instytucji i firm które najmocniej ucierpiały. Następnie, celem banku stało się rozruszanie gospodarki.

Amerykańska koniunktura rzeczywiście od dłuższego czasu się poprawia, trudno jednak przypisać całość zasług bankowi centralnemu. Celem QE było (i nadal jest) wywołanie inflacji, która zachęciłaby konsumentów i przedsiębiorstwa do większej aktywności, oraz poprawienie płynności banków, co w efekcie doprowadzić miało to zwiększenia akcji kredytowej. Ostatecznie nie widać ani jednego, ani drugiego - inflacja pozostaje zadziwiająco niska, a banki nie udzielają



wcale większej ilości kredytów. Wynika to z jednej strony z faktu, że gospodarstwa domowe i firmy po prostu nie chcą się w obecnej sytuacji nadmiernie zadłużać, a z drugiej, banki wykorzystały dodatkowe fundusze do poprawy swoich bilansów i pozycji na rynku. Skoro środki FED nie trafiły poprzez kredyty do realnej gospodarki, może to oznaczać, że pozostały na rynku kapitałowym i w sposób pośredni (obniżając rentowności obligacji zwróciły inwestorów w stronę giełdy), lub bezpośredni (banki wykupowały swoje akcje lub zwiększały dywidendy) zasilają rynek akcji. Nie jest to oczywiście główny fundament obecnej hossy - spółki rzeczywiście poprawiają swoje wyniki i są w znacznie lepszej kondycji niż jeszcze kilka lat temu, jednak miesięczny zastrzyk w postaci kilkudziesięciu miliardów dolarów miesięcznie nie pozostaje bez znaczącego wpływu na rozwój sytuacji.

Co więcej, opublikowany niedawno raport McKinsey

dowodzi, że polityka luzowania ilościowego odbiła się bardzo negatywnie na amerykańskich konsumentach. Strata spowodowana obniżeniem się oprocentowania lokat wynosi jak dotąd 360 miliardów dolarów w oszczędnościach, oraz 270 miliardów w ubezpieczeniach i planach emerytalnych. Największym beneficjentem okazał się zaś nieustannie zadłużający się amerykański rząd (+900 miliardów dolarów), największe korporacje, które mają dostęp do taniego kredytu (+310 miliardów dolarów) oraz oczywiście banki, zarabiające na różnicy między kosztem pozyskania kapitału a oprocentowaniem kredytów (+150 miliardów dolarów).

Dodatkowo, z badań wynika, że QE odpowiada w około 20% za wzrost wyników amerykańskich spółek. Choć analitycy którzy przygotowali raport nie przypisują wzrostów wartości akcji bezpośrednio polityce FED, to uważają, że jest za nie odpowiedzialna właśnie poprzez kierowanie ogromnych funduszy indywidualnych i instytucjonalnych inwestorów w stronę wyższych stóp zwrotu.

Obecnie indeks S&P 500 odrabia spadki spowodowane problemami krajów Emerging Markets. Korekta wywołana przez problemy gospodarcze m.in. Argentyny, Turcji czy RPA nie przekroczyła 5,5%, co nie powinno robić wrażenia biorąc pod uwagę, że indeks rośnie od ponad roku w tempie 5% miesięcznie. Indeks zmienności wraca do poziomów z połowy stycznia, a to oznacza, że według amerykańskich inwestorów ceny akcji mogą tylko iść już tylko w jedną stronę.



To właśnie hurraoptymistyczne nastroje panujące na nowojorskiej giełdzie są jednym z największych, krótkoterminowych zagrożeń dla całego parkietu. Przed korektą iloraz inwestorów nastawionych optymistycznie i pesymistycznie utrzymywał się w okolicach 4, co oznaczało że na jednego inwestora oczekującego spadków było aż czterech, którzy spodziewali się dalszych wzrostów. Przesadny optymizm znajduje odzwierciedlenie w rekordowym zlewarowaniu giełdowych inwestycji. Poziom określający wartość akcji, które inwestorzy kupili na kredyt wciąż notuje historyczne wielkości, osiągając w grudniu niemal dwukrotnie większą wartość niż w szczycie bańki internetowej. Dopóki ceny akcji rosną nie powoduje to zagrożenia, jednak w przypadku większej korekty przymusowe zamykanie depozytów może wywołać panikę i doprowadzić do dużych spadków. A ceny akcji mogą rosnać jedynie w sprzyjającym środowisku gospodarczym.

A otoczenie makroekonomiczne pozostaje w mojej ocenie największym, długoterminowym zagrożeniem dla obecnej hossy. Co więcej, uważam że sposób, w jaki FED stymuluje gospodarkę doprowadzi w bliżej nieokreślonej przyszłości do prawdopodobnie większego załamania, zarówno gospodarczego jak i giełdowego, niż to mieliśmy okazję zobaczyć w 2008 roku.

Jak wcześniej wspomniałem, to polityka banku i rządu w największej mierze odpowiada za tamten krach i gospodarczą recesję. Niestety skala stymulacji jest obecnie o nieporównywalnie większa i chociaż z pozoru wydaje się bardziej złożona i dopasowana do obecnych warunków, to jednak ostatecznie opiera się na dokładnie tych samych fundamentach - zwiększeniu płynności. Okres względnego spokoju w minionej dekadzie zakończony został przez cykl podwyżek stóp procentowych. A trzeba pamiętać że wtedy był to jedynie rynek nieruchomości, i stopy procentowe utrzymywane przez krócej niż rok na poziomie 1%. Obecnie jest to już ponad 5 lat uzależniania całej gospodarki od zerowych stóp procentowych. Ograniczenie QE już teraz wywiera presję na rynek nieruchomości - niemal wszystkie wskaźniki które go dotyczą zaskoczyły w styczniu i lutym negatywnie (mocno spadła przede wszystkim sprzedaż domów). W opublikowanej wcześniej serii dotyczącej amerykańskiego rynku nieruchomości<sup>3</sup> mówiłem, że to właśnie on najszybciej ucierpi przez wygaszanie luzowania, a to zostanie najprawdopodobniej w późniejszym terminie odzwierciedlone przez całą gospodarkę. Swoje zdanie utrzymuję i nadal uważam, że opisywanemu rynkowi należy się obecnie szczególna uwaga.

Kolejna sprawa, to inflacja do której dojdzie, gdy tylko ogromne środki zgromadzone na rachunkach banków trafią do realnej gospodarki. Stanie się tak niewątpliwie, kiedy amerykańscy konsumenci poczują więcej pewności i powrócą do starych nawyków i typowego dla USA życia na kredyt. To sprawi, że FED zostanie zmuszony do podniesienia stóp procentowych, co w mojej ocenie może okazać się punktem zwrotnym w gospodarczej historii nie tylko Stanów Zjednoczonych ale także innych krajów, jako że FED uważany jest za bank zdolny do kreowania globalnych cykli koniunkturalnych.

Wracając do pytania z pierwszej części - moim zdaniem nie, obecna hossa nie ma na tyle silnych fundamentów, by rynek powrócił do swojej kondycji sprzed kilkunastu lat. Podstawową różnicę widać w sposobie w jaki państwo (rząd i bank centralny) radzi sobie z mijającą recesją. Obecne praktyki to nastawione na stymulację popytu spełnienie marzeń Keynesa, będące całkowitym przeciwieństwem działań rządu z lat 80., które, paradoksalnie, naprawiły szkody wyrządzone przez keynesistów. Brak oczyszczenia gospodarki z nieefektywnych instytucji w 2007 i 2008 roku jedynie przesuwają ten obowiązek w czasie i utrwała niewłaściwą strukturę rynku. Moim zdaniem, amerykańską giełdę czeka jeszcze przynajmniej jeden silny wstrząs (który nastąpi nie później, niż podniesione zostaną stopy procentowe) po którym dopiero będzie można mówić o kolejnej, prawdziwej hossie wszechczasów, i to pod warunkiem, że FED pozwoli by to rynek sam naprawił jego błędy.

---

<sup>3</sup> [Amerykański rynek nieruchomości](#)