



O prognozowaniu rynku akcji

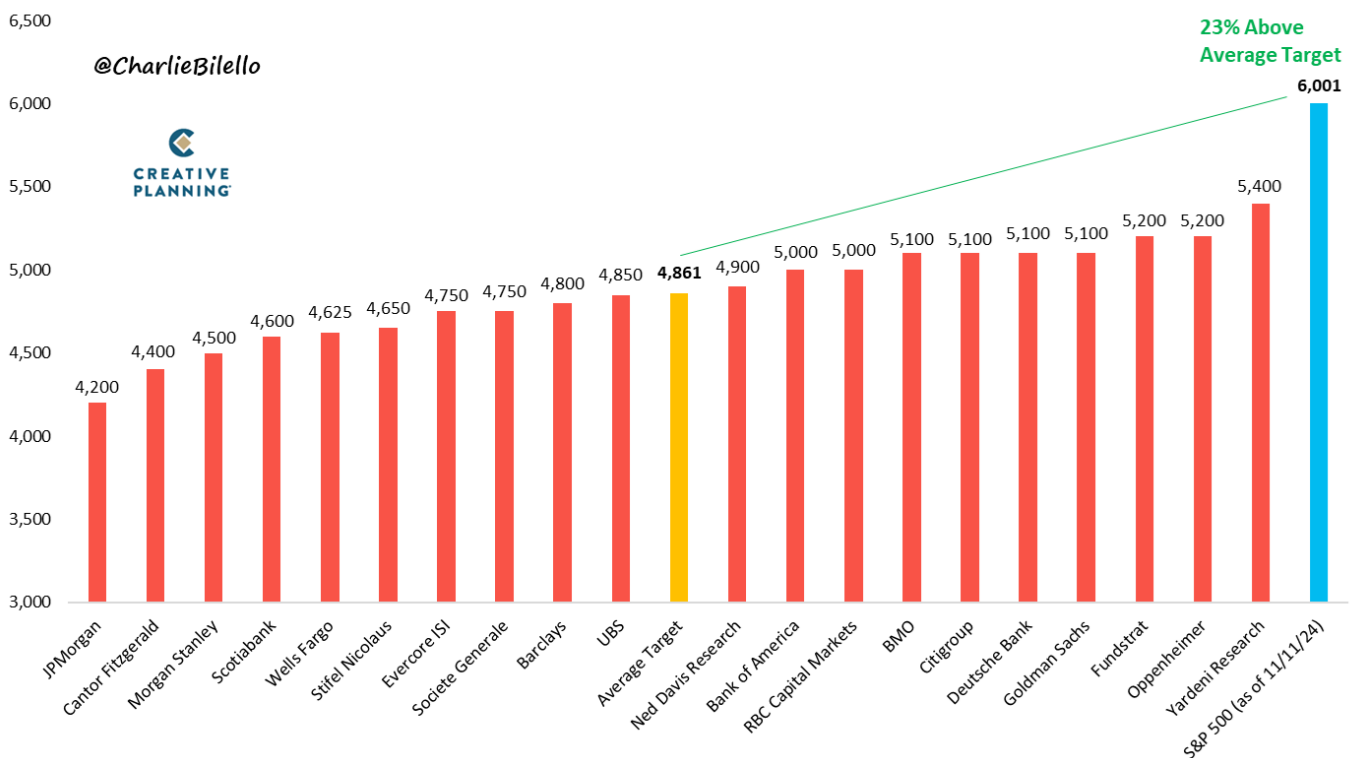
Przed nami tradycyjny czas wysypu prognoz rynkowych na nadchodzący rok, za które zabrają się także najlepsi strategowie z Wall Street, wyposażeni w swoje modele zasobne w terabajty danych, wsparte mocą obliczeniową superkomputerów. Czy warto na nie czekać?

Sprawdźmy, jak wypadły prognozy tworzone rok temu w zderzeniu z tegoroczną rzeczywistością.

Rok 2023 indeks amerykańskich akcji zakończył na poziomie 4769 pkt. Najbardziej optymistyczna prognoza na 2024 rok od Yardeni Research zakładała wzrost o 13% do 5400 pkt. Średnia prognoz zakładała wzrost S&P500 o skromne 2% do zaledwie 4861 pkt. Rynek jednak jak zwykle nie oglądał się na prognozy i wg stanu na 22 listopada S&P500 zyskał w tym roku już 25%(!), czyli prawie dwa razy tyle ile wynosiła najbardziej optymistyczna prognoza. Do końca roku pozostało jeszcze nieco ponad miesiąc, a więc sytuacja może się jeszcze diametralnie zmienić, ale póki co nie trafił nikt.

Prognozy na 2024 r. dot. poziomu indeksu S&P500 wg strategów z Wall Street formułowane w grudniu 2023.

S&P 500: Wall Street's 2024 Year-end Price Targets vs. Current Level
(Target Data via Bloomberg in Dec 2023)



Źródło: Charlie Bilello

No cóż, tym razem nie wyszło. Problem w tym, że nie był to żaden wypadek przy pracy, ale dłuższa tradycja nietrafionych prognoz, o czym więcej pisałem [tutaj](#).

Czy to oznacza, że prognozy rynku akcji nie mają sensu?



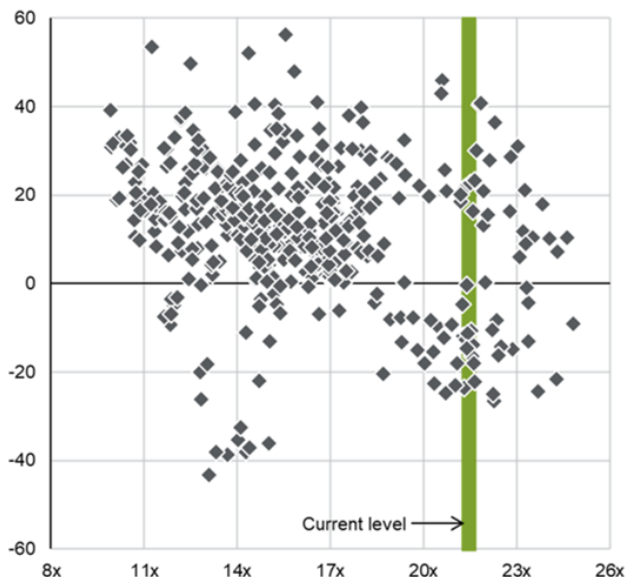
Kluczowy jest horyzont prognozy

Intuicyjnie mogłoby się wydawać, że im dłuższy horyzont prognozy, tym mniej precyzyjna ona będzie. W praktyce to właśnie prognozy formułowane na dany rok, szczególnie dla rynku akcji wydają się czystą loterią. Rynkiem akcji w krótkiej perspektywie rządzą emocje, narracje i spekulacje. W długim terminie do głosu dochodzą jednak fundamenty. A tymi dla akcji są zyski spółek i ich związek z cenami akcji.

Jak widać poniżej, prosty wskaźnik cena do prognozowanego zysku okazał się mało przydatny w horyzoncie 12-miesięcznej inwestycji (wykres po lewej), ale był bardzo użyteczny w horyzoncie 10-letniej inwestycji (wykres po prawej).

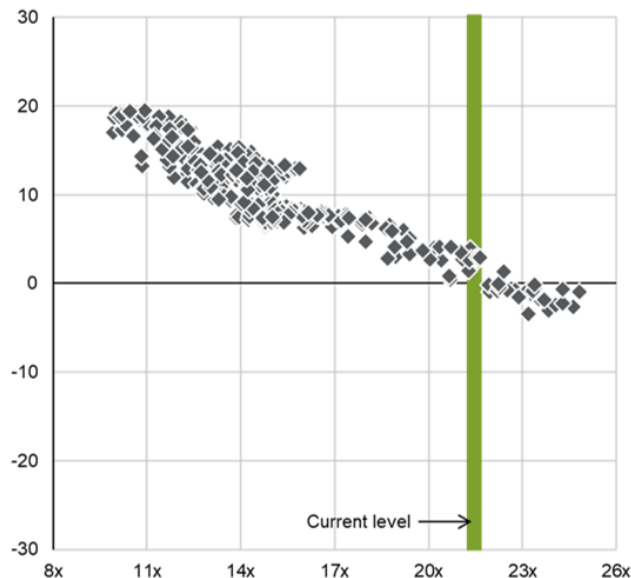
Roczne stopy zwrotu z rynku akcji w ciągu kolejnego roku (oś Y) zależnie od wskaźnika cena/prognozowane zyski (oś X)

S&P 500 forward P/E ratios and subsequent 1-year returns
%, annualised total return*



Roczne stopy zwrotu z rynku akcji w ciągu kolejnych 10 lat (oś Y) zależnie od wskaźnika cena/prognozowane zyski (oś X)

S&P 500 forward P/E ratios and subsequent 10-year returns
%, annualised total return*



Źródło: J.P. Morgan „Guide to the Markets” 31.10.2024

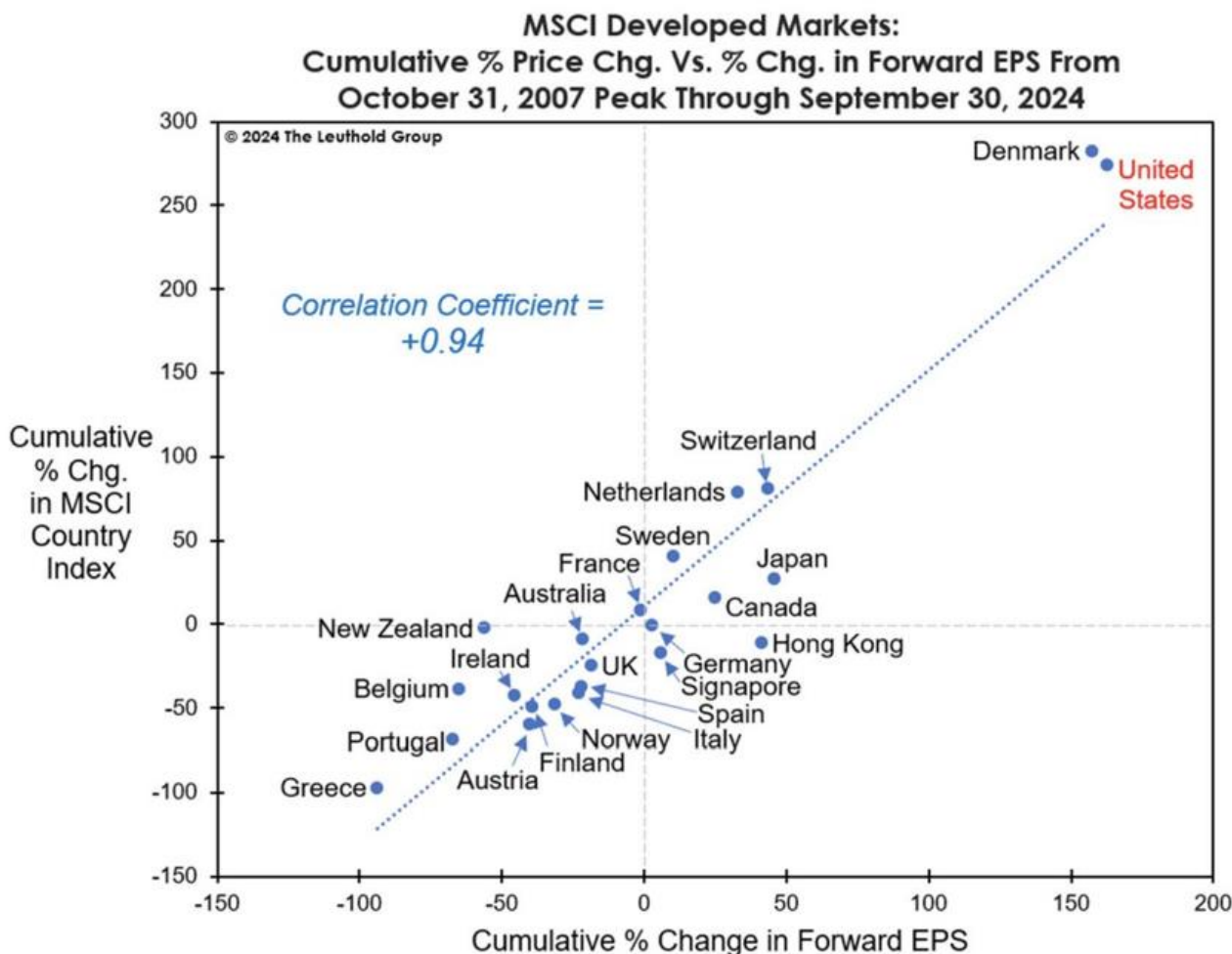
Obecne wyceny spółek z indeksu S&P500 sugerują raczej skromne stopy zwrotu w kolejnej dekadzie, nie przekraczające 5% rocznie. Oczywiście w tym wskaźniku bardzo istotny jest jego mianownik - zysk, który może znacząco wzrosnąć w ciągu tej dekady, dzięki implementacji technologii opartej na sztucznej inteligencji (AI). Wydaje się, że tym właśnie sugerują się obecnie inwestujący w amerykańskie akcje, akceptując coraz wyższe wyceny.

Czy jednak rewolucja AI rzeczywiście przyniesie tak istotny wzrost zysków spółek (i całych indeksów) jak sądzą obecnie inwestorzy? Niewykluczone, ale poprzeczka oczekiwań jest zawieszona wysoko, a jak wiemy, łatwiej sobie coś wyobrazić niż zrealizować.

Tym niemniej dynamika wzrostu zysków ma ogromny wpływ na długoterminowe stopy zwrotu z rynków akcji. Jak widać poniżej w horyzoncie kilkunastoletniej inwestycji korelacja ta jest widoczna na wielu rynkach akcji i przekracza 90%.



Relacja dynamiki prognozowanego zysku na akcje (EPS),
a zmianą indeksów MSCI różnych krajów w latach 2007-2024



Źródło: Leuthold Group

Problem w tym, że trudno oszacować dynamikę zysków z wieloletnim wyprzedzaniem, co czyni tę korelację niezbyt przydatną w prognozowaniu przyszłych stóp zwrotu.

Można jednak przyjąć, że przyszłe długoterminowe wyniki rynków akcji, to wypadkowa obecnych wycen, pomnożona przez nieznaną przyszłość. A część tego równania, czyli obecne wskaźniki wycen jest już znana.

Prognozy oparte na historycznych korelacjach

Interesujący wydaje się model prognostyczny [Vanguard Capital Markets Model](#), który bazuje na założeniu, że zwroty z różnych klas aktywów odzwierciedlają rekompensatę, jakiej inwestorzy wymagają za ponoszenie różnych rodzajów ryzyka systematycznego (beta). A oto jak sam Vanguard opisuje swój model: *Rdzeniem modelu są szacunki dynamicznej zależności statystycznej między czynnikami ryzyka a zwrotami z aktywów, uzyskane na podstawie analizy statystycznej opartej na dostępnych miesięcznych danych finansowych i ekonomicznych już od 1960 roku. Korzystając z systemu oszacowanych równań, model stosuje następnie metodę symulacji Monte Carlo do prognozowania szacowanych wzajemnych powiązań między czynnikami ryzyka i klasami aktywów, a także niepewności i losowości w czasie. Model generuje duży zestaw symulowanych wyników dla każdej klasy aktywów w kilku horyzontach czasowych. Prognozy uzyskuje się poprzez obliczenie miar tendencji centralnej w tych symulacjach. Wyniki generowane przez narzędzie będą się różnić w zależności od zastosowania i okresu.*



Przypomnijmy, że metoda Monte Carlo polega na wielokrotnym przeprowadzaniu symulacji z użyciem losowo wygenerowanych danych historycznych, w tym wypadku finansowych i ekonomicznych oraz ich wpływie na stopy zwrotu z różnych klas aktywów. Wyniki tych symulacji pozwalają poznać rozkład prawdopodobieństwa przyszłych wyników. Tego rodzaju symulacje pozwalają przybliżyć najbardziej prawdopodobne wyniki w określonym horyzoncie. Horyzontem, w którym analitycy Vanguard dokonują swoich estymacji jest nadchodząca dekada. Oczywiście jak zawsze przy użyciu danych historycznych trzeba, brać pod uwagę, że przyszłość może się istotnie różnić od przeszłości, ale z drugiej strony pamiętajmy, że historia lubi się także powtarzać.

Prognozy najbardziej prawdopodobnych nominalnych rocznych stóp zwrotu z rynków akcji w horyzoncie 10 letniej inwestycji wg Vanguard

Vanguard's outlook for financial markets

Our 10-year annualized nominal return and volatility forecasts are shown below. They are based on the June 30, 2024, running of the Vanguard Capital Markets Model® (VCMM). Equity returns reflect a 2-point range around the 50th percentile of the distribution of probable outcomes. Fixed income returns reflect a 1-point range around the 50th percentile. More extreme returns are possible.

Equities	RETURN PROJECTION	MEDIAN VOLATILITY
U.S. equities	3.2%–5.2%	17.0%
U.S. value	4.7%–6.7%	19.3%
U.S. growth	0.1%–2.1%	18.1%
U.S. large-cap	3.0%–5.0%	16.7%
U.S. small-cap	5.0%–7.0%	22.6%
U.S. real estate investment trusts	4.2%–6.2%	19.9%
Global equities ex-U.S. (unhedged)	6.9%–8.9%	18.4%
Global ex-U.S. developed markets equities (unhedged)	7.0%–9.0%	16.8%
Emerging markets equities (unhedged)	5.7%–7.7%	26.1%

Źródło: Vanguard, „Market perspectives” 15.10.2024

Analitycy Vanguard oczekują słabej dekady dla liderów obecnej hossy na Wall Street, czyli spółek wzrostowych z najbardziej prawdopodobną stopą zwrotu pomiędzy 0,1-2,1% rocznie. Znacznie lepsze perspektywy w tym horyzoncie widzą w małych amerykańskich spółkach oraz na rynkach akcji poza Stanami Zjednoczonymi, szczególnie na rynkach rozwiniętych prognozując 7-9% rocznie, nieco niższej na rynkach wschodzących oczekując 5,7-7,7% rocznie.

Podsumowanie

Aby się przekonać jak skuteczny jest w/w model trzeba będzie poczekać kolejne 10 lat. I to jest niestety problem z prognozami, bo co z tego, że krótkookresowe prognozy rynku akcji mają znikomą wartość dla inwestorów, skoro większość z nich skupia się właśnie na bardzo krótkim horyzoncie inwestycyjnym. Znacznie bardziej użyteczne wydają się prognozy wieloletnie, bo te w mniejszym stopniu zależą od bieżących rynkowych sentymentów, a w znacznie większym od fundamentów.



Bez względu jednak na przyjętą metodologię i okres objęty prognozą, do każdej z nich warto podchodzić z dystansem pamiętając, że prawidłowo zdywersyfikowany portfel inwestycyjny znacząco redukuje ryzyko pomyłki oraz zwiększa szansę na atrakcyjne zwroty w relacji do podejmowanego ryzyka.

W przypadku prognozowania stóp zwrotu z rynków obligacji, udział fundamentów jest znacznie większy, przez co prognozowanie jest łatwiejsze niż w przypadku akcji, ale o tym wkrótce.

Piotr Siegieda, MPW

Dyrektor ds. Komunikacji Inwestycyjnej



Ważne informacje:

Millennium Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Stanisława Żaryna 2A, 02-593 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000014564, o numerze REGON 011191974, o numerze NIP 526-10-31-858, w pełni opłaconym kapitale zakładowym w wysokości 10.300.000,00 PLN (dalej: „Towarzystwo”) prowadzi na podstawie zezwolenia udzielonego przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd z dnia 20 listopada 2001 r. (sygn. DFN1-4050/22-24/01) oraz podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykiem utraty kapitału. Dotychczasowe wyniki zarządzania osiągnięte przez fundusze nie stanowią gwarancji osiągnięcia takich samych wyników w przyszłości. Zyski z inwestycji osiągnięte przez osoby fizyczne mogą podlegać opodatkowaniu podatkiem od dochodów kapitałowych.

Niniejszy materiał nie stanowi świadczenia usługi doradztwa prawnego, finansowego, podatkowego, a także usługi zarządzania portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych oraz usługi doradztwa inwestycyjnego ani rekomendacji jak również usługi oferowania instrumentów finansowych oraz nie ma na celu promowania bezpośrednio lub pośrednio nabycia lub objęcia instrumentów finansowych lub zachęcania, bezpośrednio lub pośrednio, do ich nabycia lub objęcia.

Subfundusze Millennium (z wyłączeniem Millennium Specjalistycznego Funduszu Inwestycyjnego Otwartego) mogą inwestować powyżej 35% wartości swoich aktywów w papiery wartościowe, których emitentem, poręczycielem lub gwarantem są: Skarb Państwa, NBP, państwo członkowskie UE, jednostka samorządu terytorialnego państwa członkowskiego UE, państwo należące do OECD lub międzynarodowa instytucja finansowa, której członkiem jest Polska lub co najmniej jedno państwo członkowskie UE.

Przed podjęciem ostatecznych decyzji inwestycyjnych należy zapoznać się z Prospektem informacyjnym funduszy oraz kluczowymi informacjami dla inwestorów oraz informacją dla klienta AFI, które są dostępne w języku polskim na stronie internetowej Towarzystwa pod adresem <https://millenniumtfi.pl/dokumenty.html>, w zakładce „Dokumenty” (odpowiednio w zakładce „Prospekty”, „Kluczowe Informacje” oraz „Informacje dla Inwestora”).

Inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykiem utraty kapitału. Subfundusze zarządzane przez Towarzystwo, w zależności od przyjętej polityki inwestycyjnej mogą inwestować część lub większość swoich aktywów w akcje. Wartość aktywów netto Subfunduszy cechuje się lub może cechować się dużą zmiennością ze względu na skład portfeli inwestycyjnych. Subfundusze nie gwarantują osiągnięcia celów inwestycyjnych, ale dołożą najlepszych starań, aby je osiągnąć. Środki zainwestowane w Subfundusze nie są objęte systemem gwarantowania Bankowego Funduszu Gwarancyjnego.

Zaprezentowane materiały służą jedynie celom informacyjnym i nie stanowią oferty. Wszelkie prawa autorskie do materiału przysługują wyłącznie Towarzystwu. Informacje zawarte w materiale są dobierane zgodnie z najlepszą wiedzą jego autorów i pochodzą ze źródeł uznawanych za wiarygodne, jakkolwiek autorzy nie gwarantują ich dokładności i kompletności.

Niniejszy materiał ma charakter reklamowy.