

Raport Specjalny Koronawirus

**Gwałtowne spadki na rynkach.
Co robić?**



Wojciech Białek | *Analitik finansowy*

Od 1995 roku analizuje rynki kapitałowe, przez lata był głównym analitykiem CDM Pekao, autor licznych komentarzy oraz artykułów prasowych na temat rynków finansowych, od 2008 roku prowadzi własny blog.

Hej, przeleciał "czarny łabędź"

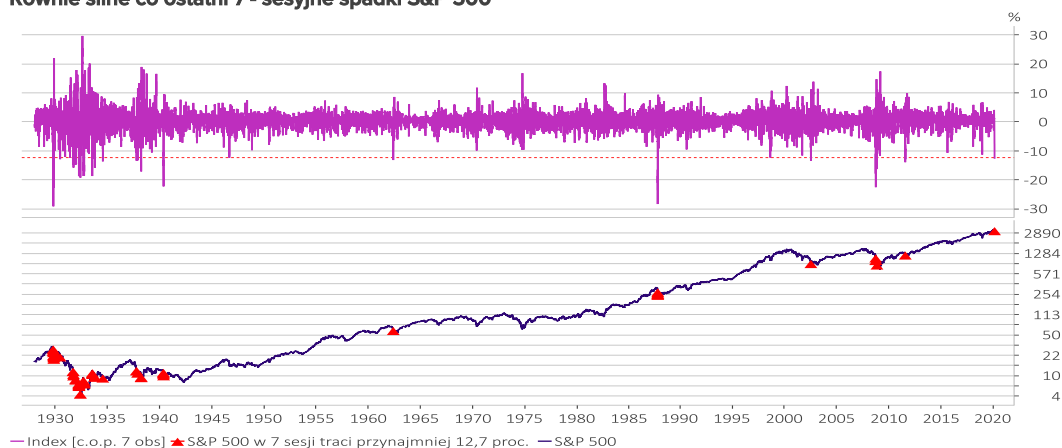
Ujawnienie istnienia poza Chinami dynamicznie rozwijających się ognisk powodującej u części chorych atypowe zapalenie płuc choroby COVID-19 wywołanej przez wirus SARS-CoV-2 uruchomiło pod koniec lutego prawdziwą panikę na rynkach finansowych. Ta wiadomość zastała indeksy amerykańskiego – i niektórych innych – rynku akcji na nowych historycznych szczytach, a silne spadki cen akcji nie zostały poprzedzone uprzednią fazą dystrybucji akcji na wysokich poziomach, więc mamy tu do czynienia z prawdziwym "czarnym łabędziem" czyli rzadkim i nieprzewidywalnym wydarzeniem nagle zmieniającym percepcję inwestorów.

Czego się przestraszyły rynki? Paniczną wyprzedzący wywołał lęk, że w celu opanowania pandemii nowego koronawirusa wiele innych krajów świata będzie zmuszonych do powtórzenia drakońskich – ale jak się wydaje skutecznych – środków zapobiegających szerzeniu się wirusa zastosowanych najpierw w mieście Wuhan, czyli epicentrum epidemii, następnie w całej kilkudziesięciomilionowej prowincji Hubei, a potem w bardzo wielu innych rejonach Chin. Polegały one przede wszystkim na ścisłym ograniczeniu swobody

poruszania się mieszkańców zagrożonych terenów, co oczywiście wygasło dużą część aktywności gospodarczej (choć władze Chin sprytnie połączyły kwarantanny z obchodami chińskiego nowego roku, ograniczając w ten sposób negatywny wpływ zastosowanych środków na życie gospodarcze, bo podczas tego święta i tak mało kto w Chinach pracuje). Powtórzenie się tego scenariusza w innych krajach zdułoby rodzące się powoli na świecie od kilku miesięcy cykliczne ożywienie gospodarcze i taki scenariusz od 19 lutego dyskutowały właśnie spadające rynki akcji.

W ostatnim tygodniu lutego S&P 500 stracił 11,5 proc. i był to największy tygodniowy spadek wartości tego indeksu od października 2008 roku, czyli od czasu pamiętnego załamania rynków akcji wywołanego przez niespodziewane bankructwo banku inwestycyjnego Lehman Brothers podczas ówczesnej Wielkiej Recesji. W ciągu 7 sesji od 19 lutego S&P 500 stracił 12,8 proc. W przeszłości tak silne 7-sesyjne spadki oczywiście już miały miejsce, ale od czasu Wielkiej Depresji i drugiej Wojny Światowej zdarzyły się tylko 6-krotnie (maj 1962, październik 1987, lipiec 2002, październik 2008, listopad 2008 i sierpień 2011).

Równie silne co ostatni 7 - sesyjne spadki S&P 500



Zanim rozpoczęła się ta panika, zagrożenie było raczej lekceważone jako fenomen o lokalnym chińskim znaczeniu. Być może przyczyniła się do tego pamięć o nagłośnionej przez Światową Organizację Zdrowia i media epidemii "świńskiej grypy" z lat 2009–2010, która skłoniła spanikowane rządy do zakupów wielkich zapasów szczepionek, co później było krytykowane jako marnotrawstwo publicznych pieniędzy, na którym skorzystały przede wszystkim koncerny farmaceutyczne (co ciekawe Polska była wtedy jedynym krajem w Europie, który tych szczepionek nie kupił).

Co różni obecną sytuację od ówczesnej? Przede wszystkim nie mamy do czynienia z grypą. Według opartego o chińskie dane wstępnego raportu komisji 25 ekspertów wysłanych przez Międzynarodową Organizację Zdrowia do Chin, by na miejscu zbadać sytuację, 5 proc. osób zarażonych koronawirusem wymaga podłączenia do respiratora, a dodatkowe 15 proc. tlenoterapii. I to przede wszystkim jest różnica w stosunku do zwykłej dobrze nam znanej sezonowej grypy, czyniąca COVID-19 bardziej podobną do "grypy hiszpanki" z lat 1918–1920, która według współczesnych szacunków miała śmiertelność na poziomie 2-3 proc. osób zarażonych i zabiła na świecie od 17 do 55 milionów ludzi. W momencie eksplozywnego rozwoju liczby zarażonych nowym koronawirusem będącym kuzynem SARS, który pojawił się niespodziewanie na świecie w latach 2002-2003, a potem równie nagle zniknął, prawie natychmiast wyczerpywane zostają istniejące zasoby służby zdrowia (w naszym kraju na 10 tys. mieszkańców przypada średnio 0,94 łóżka na Oddziałach Intensywnej Opieki Medycznej; a przecież zwykle łóżka te nie stoją wolne, czekając na pacjentów). W efekcie chorym nie można udzielić stosownej pomocy, która w normalnej sytuacji uratowałaby im być może życie. Wywoływane przez wirusa zapalenie płuc jest groźną chorobą dla osób starszych, co łatwo zrozumieć, przyglądając się statystykom dla zwykłego zapalenia płuc: według danych z USA i Australii dla pacjentów w wieku

ponad 65 lat trafiających z zapaleniem płuc do szpitala, prawdopodobieństwo zgonu w przeciągu 30 dni wynosi 11-12 proc. Dla młodych ludzi koronawirus nie stanowi poważnego zagrożenia (choć nic na razie nie wiadomo o długoterminowych skutkach zarażenia). Do tej pory nie zmarło żadne dziecko, a śmiertelność dla nastolatków wynosi jedynie 0,1 proc. Ale według danych WHO uzyskanych w Chinach śmiertelność stopniowo rośnie wraz z wiekiem, dla 50-latków wynosząc już 1,3 proc., 60-latków 3,6 proc., 70-latków 8 proc., a 80-latków 14,8 proc. Dla osób wcześniej chorujących na choroby serca, cukrzycę, nadciśnienie, chroniczne choroby układu oddechowego czy raka śmiertelność rośnie do przedziału 7,6-13,2 proc.

Istnieje hipoteza "czubka góry lodowej" sugerująca, że tak naprawdę śmiertelność choroby jest znacznie niższa niż się wydaje, co wynika z ogromnej liczby nie wykrytych przypadków zarażenia, które nie dają żadnych lub tylko niewielkie objawy. Ale komisja ekspertów WHO nie znalazła dowodów na poparcie tej hipotezy, która zresztą niewiele zmienia (mniejsza śmiertelność, ale większa liczba zachorowań). Warto tu też zaznaczyć, że podawanych oficjalnie w poszczególnych krajach liczby potwierdzonych przypadków nie należy traktować dosłownie. Wynikają one bowiem raczej ze zróżnicowanej skali determinacji i zdolności poszczególnych rządów do przeprowadzania testów i zastosowanych strategii testowania.

Przyjrzyjmy się skutkom, jakie ta panika wywołała na niektórych rynkach. W miejscu gdzie hossą była w ostatnich miesiącach najsilniejsza, czyli na amerykańskim Nasdaq spadki skasowały na razie całość zysków z okresu od listopada, ale na razie nie był to ruch, który wykraczałby poza normę korekty w hossie. Nasdaq Composite nie dotarł na razie nawet do poziomu swojej rosnącej średniej 200-sesyjnej, której dotknięcie w trakcie korekty spadkowej zwykle traktowane jest jako sygnał kupna.



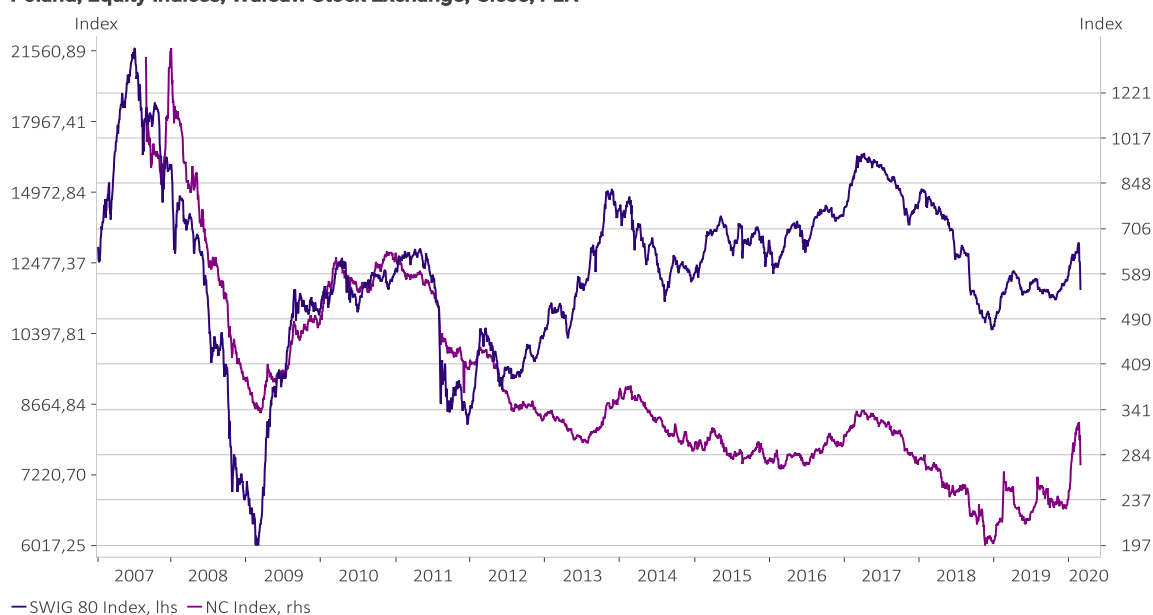
Nieco gorzej wygląda niemiecki DAX, który przełamał linię 14-miesięcznego trendu wzrostowego i bardzo przypominał samego siebie z początku lutego 2018, kiedy to globalne rynki akcji reagowały na rozpoczynaną wtedy przez USA wojnę handlową z Chinami.

Germany, Equity Indices, Deutsche Boerse, DAX, 30 Index, Total Return, Close, EUR



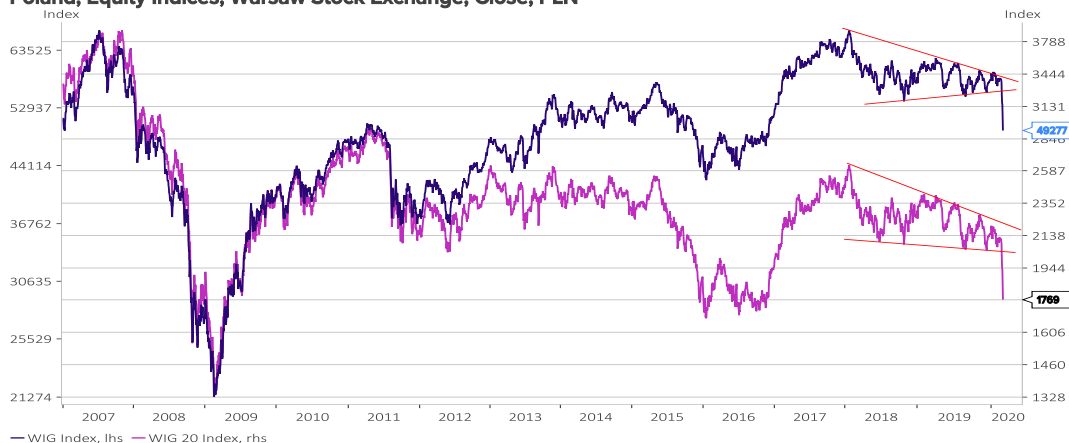
Jeśli chodzi o nasz rynek, to w przypadku indeksu najmniejszych spółek GPW (sWIG-80) i indeksu rynku New Connect (NC Index) na razie też mamy do czynienia jedynie z dynamiczną korektą wcześniejszych wzrostów.

Poland, Equity Indices, Warsaw Stock Exchange, Close, PLN



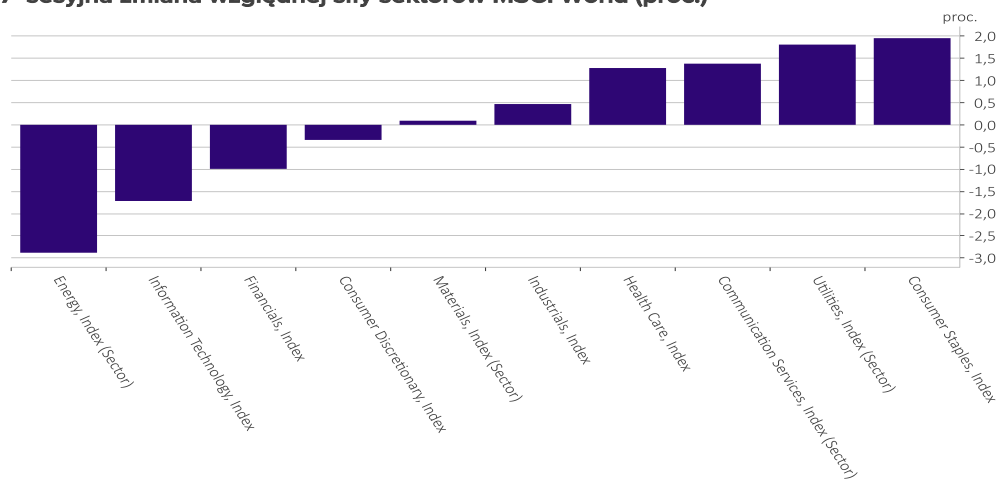
Prawdziwa katastrofa nastąpiła natomiast na wykresach WIG-u oraz WIG20 (do którego wartości nie są wliczane wypłacane przez spółki dywidendy). Oba indeksy przełamały kluczowe wsparcia bronione przez ostatnie 1,5 roku. Podczas ewentualnych przyszłych wzrostów cen akcji, które nastąpią zapewne, gdy sytuacja zostanie opanowana, poziomy te działać będą teraz jako mocne opory.

Poland, Equity Indices, Warsaw Stock Exchange, Close, PLN



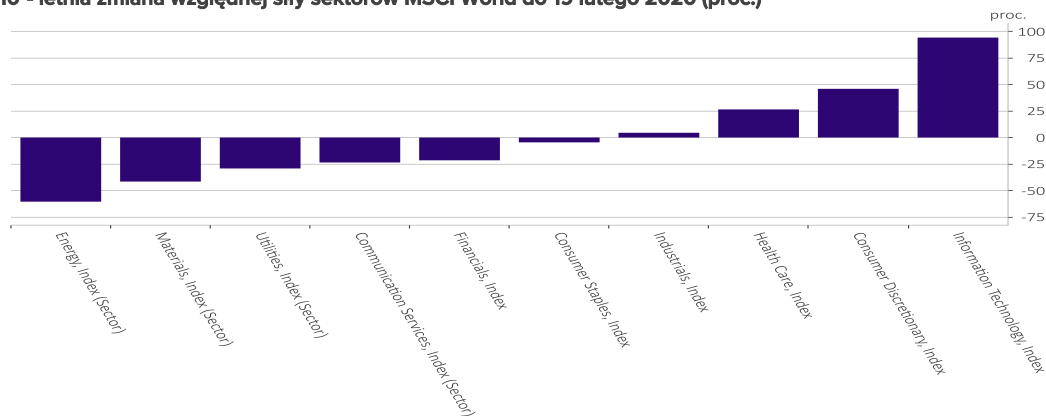
Na świecie najsłabszym sektorem w ciągu tych 7 dni wyprzedaży był sektor producentów i dystrybutorów surowców energetycznych („energy”), zaś na drugim miejscu pod względem słabości było IT. Relatywnie najmniej straciły akcje spółek produkujących podstawowe towary konsumpcyjne („consumer staples”; jeśli trzeba nawet podczas zarazy) i akcje przedsiębiorstw użyteczności publicznej („utilities”).

7- sesyjna zmiana względnej siły sektorów MSCI World (proc.)



Można to porównać ze zmianami względnej siły sektorowych indeksów MSCI dla świata w okresie 10 lat poprzedzających ostatnią panikę:

10 - letnia zmiana względnej siły sektorów MSCI World do 19 lutego 2020 (proc.)



Traciły również silnie niektóre surowce. Wyraźnie było to widoczne w przypadkach surowców energetycznych (masowe kwarantanny raczej redukują popyt na paliwa). Cena ropy naftowej (WTI) spadła do najniższego poziomu od 14 miesięcy.

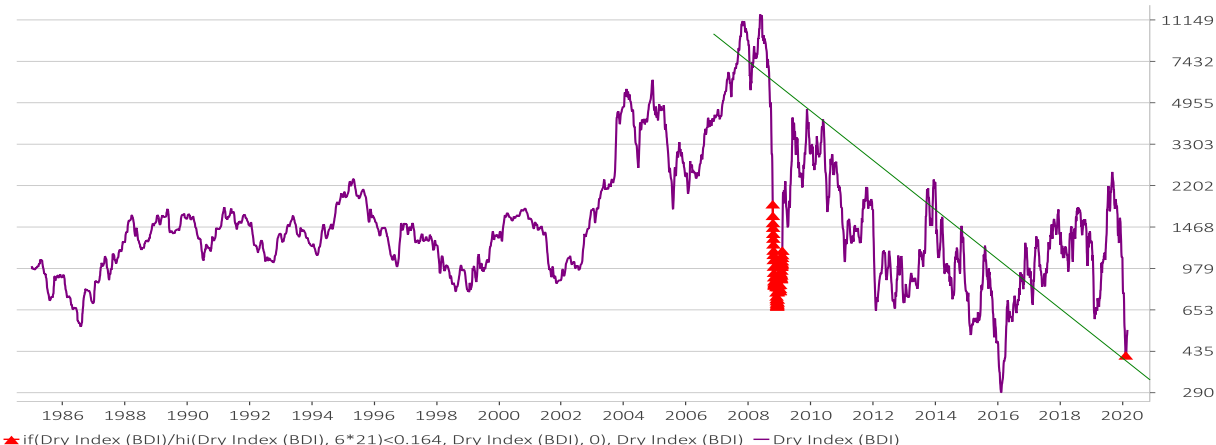
Ropa naftowa (WTI, USD)



Już wcześniej pod wpływem wydarzeń w Chinach załamały się stawki frachtu morskiego towarów masowych (ruda żelaza, zboże itp.). Reprezentujący je Baltic Dry Index (nazwa wywodzi się jeszcze z czasów XVII wiekowej hegemonii morskiej Holandii, dla której bałtyckie trasy handlowe były bardzo ważne) spadł z wrześniowego szczytu aż o ponad 83 proc. czyli

najsilniej od czasu Wielkiej Recesji w 2008 roku. Ponieważ w przeszłości roczna dynamika WIG-u wyprzedzała roczną dynamikę PKB o średnio 5-6 miesięcy, to zakładając, że dołek spowolnienia polska gospodarka rzeczywiście minie gdzieś w pierwszym półroczu 2020, to można oczekiwać, że do końca ub.r. rynek akcji już to spowolnienie zdyskontował.

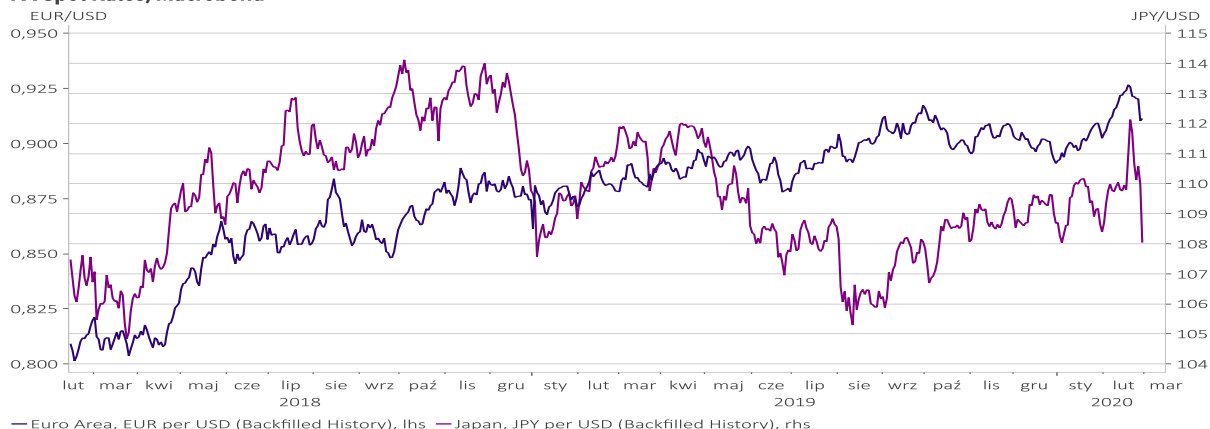
Najsilniejszy od 2008 roku krach wysokości stawek frachtu morskiego towarami masowymi



W piątek 28 lutego inwestorom ewidentnie zaczynało już po prostu brakować pieniędzy, bo wyprzedawano nawet złoto, które teoretycznie powinno sobie generalnie dobrze radzić w okresie silnego wzrostu ryzyka. Podczas wyprzedaży paradoksalnie jen i euro umocniły się wobec amerykańskiego dolara. Wynikało to zapewne w decydującej mierze z zamykania tzw.

„carry trades”, to znaczy operacji polegających na pożyczaniu pieniędzy tam, gdzie stopy procentowe są najniższe (czyli w Japonii i strefie euro) i inwestowaniu ich tam, gdzie można uzyskać największe zyski (do 19 lutego był to amerykański rynek akcji). Teraz te „carry trade” były zamykane, a waluty Japonii i strefy euro odkupowane, by spłacić zaciągnięte kredyty.

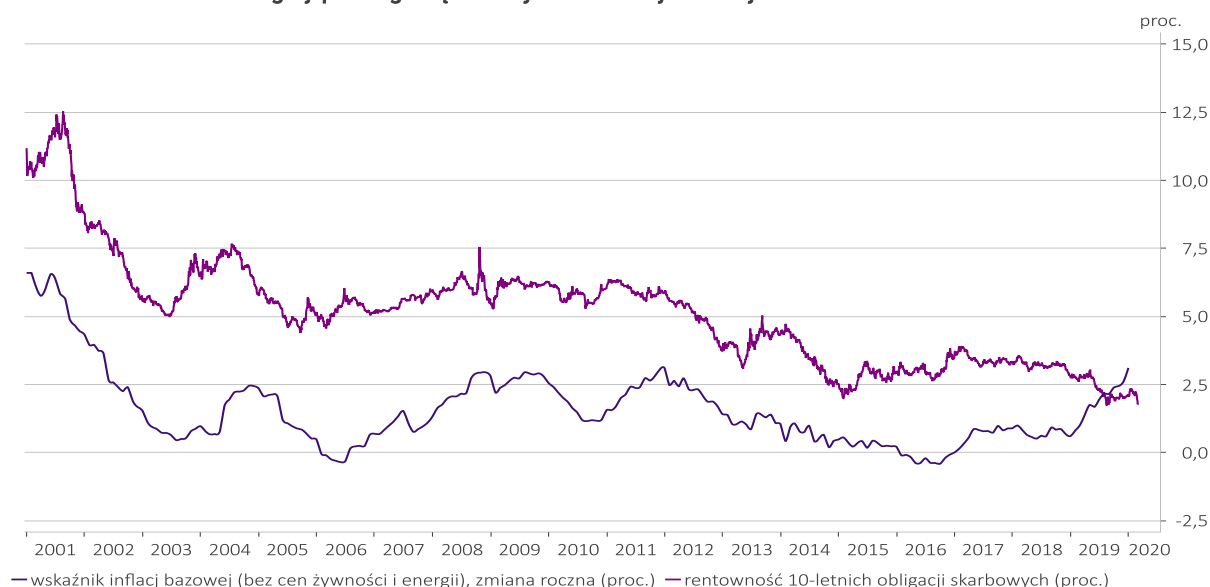
FX Spot Rates, Macrobond



Klasą aktywów, która w sytuacji panicznej ucieczki od ryzyka do bezpieczeństwa najbardziej zyskiwała były obligacje skarbowe. W naszym kraju 10-latki skasowały cały wcześniejszy wzrost

rentowności, co przy przy rosnącej wcześniej silnie dynamice wskaźników inflacji sprowadziło ich realną rentowność do niewidzianych od przynajmniej 20 lat silnie ujemnych poziomów.

rentowność 10 - letnich obligacji polskiego rządu vs. dynamika inflacji bazowej



W USA ten przełot "czarnego łabędzia" podniósł cenę kontraktu na 30-letnie obligacje skarbowe do najwyższego poziomu od czasu paniki wywołanej wynikiem brexitowego referendum w Wielkiej Brytanii. Widoczna na poniższym obrazku cykliczność szczytów cen obligacji

będąca dziwnym skrzyżowaniem średnio 40-miesięcznego podstawowego cyklu gospodarczego czyli cyklu Kitchina i 48-miesięcznego cyklu prezydenckiego w USA sugeruje kolejny szczyt cen mniej więcej w okolicach kwietnia.

CBOT Treasury Bonds U.S. 30 - Year, Future, CBOT Treasury Bonds U.S. 30 - Year, 1st Position, Close



Rentowność amerykańskich 10-latek spadła do nowego historycznego minimum, co w połączeniu ze spadkiem cen akcji spowodowało, że obligacje skarbowe stały się

relatywnie tak "drogie" w stosunku do tamtejszych akcji, a akcje tak relatywnie "tanie" w stosunku do obligacji jak w 3 poprzednich punktach zwrotnych w 2009, 2011/12 i 2016 roku.

Wartość wskaźnika Cena/Zysk dla S&P 500 dla prognozowanych na następne 12 miesięcy zysków firm do odwrotności rentowności 10 - letnich obligacji rządu USA

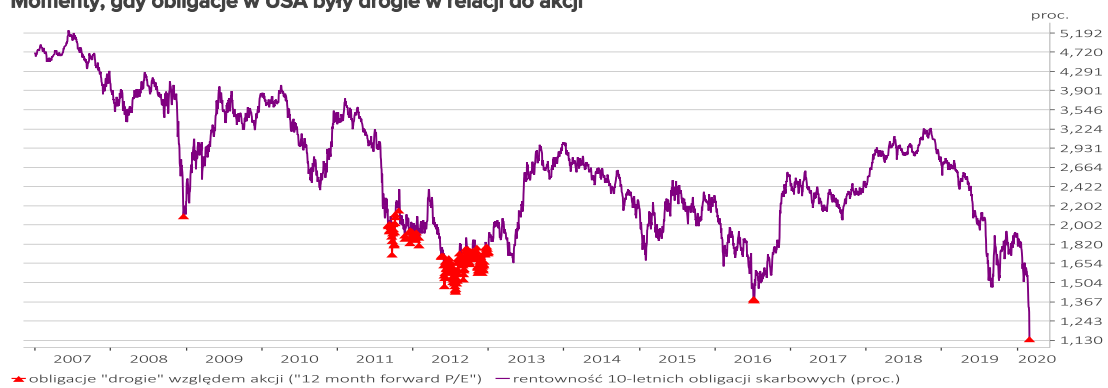


Średnia wartość wskaźnika Cena/Zysk dla S&P 500 w okresie minionych 10 lat do odwrotności rentowności 10 - letnich obligacji rządu USA

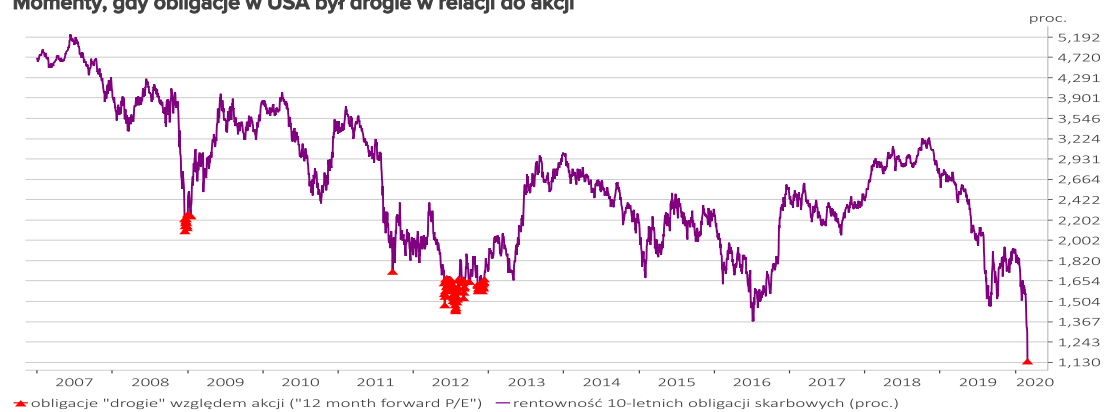


Takie sygnały można zaznaczyć na wykresie rentowności amerykańskich obligacji 10-letnich:

Momenty, gdy obligacje w USA były drogie w relacji do akcji



Momenty, gdy obligacje w USA były drogie w relacji do akcji



... oraz na wykresie S&P 500:

Momenty, gdy akcje w USA były tanie w relacji do rentowności obligacji

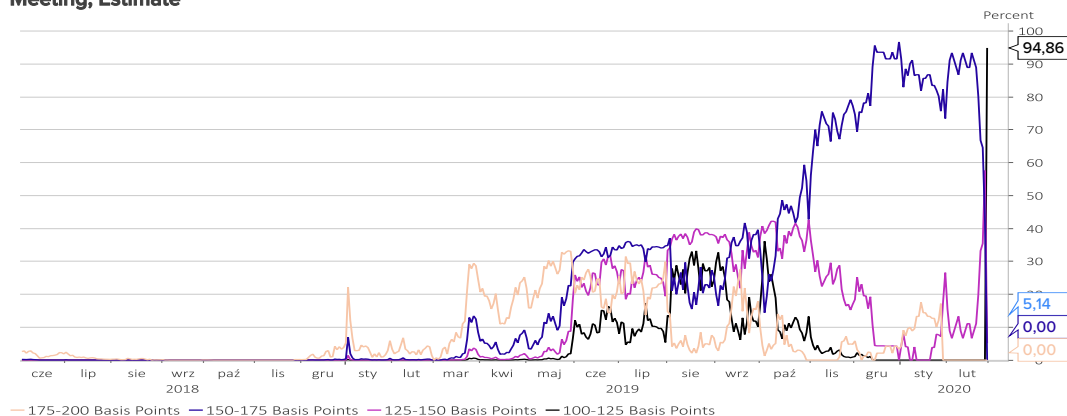


Momenty, gdy akcje w USA były tanie w relacji do rentowności obligacji



Pod wpływem narastającej paniki rynek pieniężny nabrał graniczącego z pewnością przekonania (95 proc.), że Rezerwa Federalna obniży na swoim posiedzeniu 18 marca (albo wcześniej) wysokość podstawowych stóp procentowych w USA o całe pół punktu procentowego.

United States, Federal Funds Rate, Futures Based Probabilities, 2020-03-18 FOMC Meeting, Estimate



Wczesnym poniedziałkowym porankiem wykrytych przypadków koronawirusa w Niemczech było już 130 (tyle samo we Francji), czyli mniej więcej tyle ile we Włoszech w poniedziałek 24 lutego czyli 6 dni wcześniej. We Włoszech potwierdzonych przypadków było 1694, czyli tyle ile było w Korei Południowej w czwartek

27 lutego 4 dni wcześniej. W Korei Południowej potwierdzono już 4212 przypadków, czyli tyle ile było w chińskiej prowincji Hubei 29 stycznia. Obecnie jest tam prawie 70 tysięcy chorych osób i na szczęście ta liczba już przestała silnie rosnąć. Do Polski właśnie wróciła z północnych Włoch sporo liczba osób, które wyjechały tam na narty...

Scenariusze

Myszę, że najbardziej pesymistycznym nie ma sensu tu poświęcać uwagi, bo zostały one już wielokrotnie wykorzystane w wielu filmach i serialach o apokaliptycznej wymowie.

Scenariusz optymistyczny jest oczywisty: rzut oka na mapę rozprzestrzeniania się epidemii uświadamia, że wirus słabo na razie radzi sobie na półkuli południowej, na której panuje obecnie lato. Sezon na grypę trwa na półkuli północnej od października do marca, a później choroba zanika na pół roku, bo po prostu wirus nie lubi wysokiej temperatury (jak też podwyższonej wilgotności).

Jeśli SARS-Cov-2 jest podobny, to wiosną będziemy się śmiać z ostatniej paniki, która stworzy doskonałą okazję do zakupów „ryzykownych” aktywów (akcji i części surowców) i do sprzedaży „bezpiecznych” aktywów (czyli obligacji skarbowych). W tym optymistycznym scenariuszu SARS-Cov-2, podobnie jak jego poprzednik sprzed 17 lat SARS-CoV, już

nigdy nie powróci (ewentualnie jeśli traktować oba wirusy jako ten sam fenomen powróci znowu dopiero po kilkunastu latach).

Politycy stoją teraz przed niezwykle trudnym dylematem. Mogą próbować w dużej mierze ignorować problem, licząc, że nadejście wiosny rozwiąże problem, ryzykując zarazem, że gra na czas spowoduje całkowite wymknięcie się sytuacji spod kontroli, albo de facto wywołać recesję gospodarczą, powielając – jak się wydaje skuteczne – drakońskie metody chińskich komunistów.

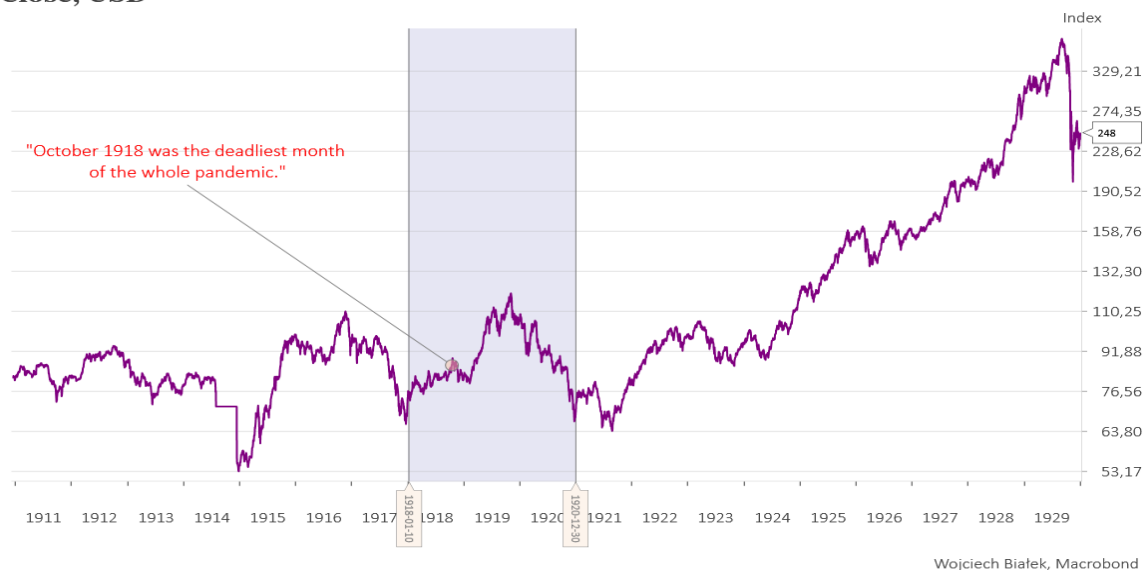
Warto zauważyć, że jakkolwiek wieści z Chin z ostatnich tygodni miały rzeczywiście „chinageddoniczny” charakter, to tamtejszy Shanghai Composite Index nie spadł do nowych cyklicznych minimów i obronił długoterminową linię trendu wzrostowego.

China, Equity Indices, Shanghai Stock Exchange, Composite Index, Close, CNY



Jak widać logika rynku może się mocno różnić od konwencjonalnych wyobrażeń. Potwierdza to też wykres średniej przemysłowej Dow Jonesa z okresu "grypy hiszpanki" z lat 1918-1920, który rósł do momentu osiągnięcia przez ówczesną pandemię apogeum a także później, a już w sierpniu 1921 rozpoczęły się na Wall Street "szalone lata 20."

United States, Equity Indices, Dow Jones, Averages, Industrial Index, Price Return, Close, USD



Przypadek "grypy hiszpanki", która pojawiła się pod koniec I Wojny Światowej, potwierdza generalną zasadę: do wielkiej pandemii potrzebna jest wielka wojna (generalnie sekwencja jest zwykle taka: zmiana klimatu->nieurodzaj->głód->migracje->wojny->zaraza).

Zaraza wybuchła w obozie greckim w 10 roku Wojny Trojańskiej (XII wiek p.n.e), plaga ateńska wybuchła w trakcie Wojny Peloponeskiej (V wiek p.n.e), dżuma Justyniana być może miała związek z jego wojnami z Ostrogotami w Italii, z Persami w Azji i Wandalami w Afryce (VI wiek) a Czarna Śmierć pojawiła się w XIV wiecznej Europie wraz z mongolską inwazją (nawiasem mówiąc z tamtych czasów pochodzi słowo "kwarantanna", którym się do dziś posługujemy. "40" po włosku to "quaranta", a właśnie na 40 dni władze Wenecji izolowały w odludnym miejscu przybyszy docierających do pozostających pod ich jurysdykcją miast w czasach epidemii dżumy. Później ta procedura została skopiowana w innych krajach Europy.). Również ostatnia

znacząca pandemia czyli grypa hiszpanka, która pomiędzy styczniem 1918 a grudniem 1920 zabiła – jak się szacuje 3-5 proc. ówczesnej ludności świata – miała oczywisty związek z I Wojną Światową.

Obecnie taka sytuacja nie zachodzi. Z jednym może wyjątkiem. Krajem, który pod względem liczby potwierdzonych przypadków (978) jest na 4. miejscu na świecie, a pod względem zgonów (54) na drugim jest Iran. W Iranie nie ma wojny, ale trwa ona w nieodległej Syrii, gdzie zaangażowane są irańskie oddziały. Załamanie się porządku społecznego będące konsekwencją wojny, to idealne środowisko do rozwoju epidemii (obozы uchodźców itd.). Tymczasem w ostatnich dniach Turcja zaangażowana w syryjski konflikt i ponosząca w nim straty zaapelowała do NATO o pomoc, w razie odmowy grożąc wysłaniem do Europy kolejnej fali uchodźców. I tym razem rzeczywiście mogłaby być ona nosicielem zarazków...

Wojciech Białek



Analizy Online SA
ul. Skierniewicka 10a
01-230 Warszawa

www.analizy.pl
www.analizyonline.com



Twitter:
@analizy_pl



LinkedIn:
@analizy-pl



Facebook:
@analizyonline

Spółka Analizy Online jest niezależną firmą analityczną zajmującą się monitoringiem rynku polskich i zagranicznych instytucji zbiorowego lokowania środków: funduszy inwestycyjnych, emerytalnych oraz ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych. W zakres analiz rynku funduszy wchodzi między innymi rankingi funduszy, ocena efektywności działań zarządzających oraz analiza ich wpływu na polski rynek finansowy. Działalność firmy obejmuje również monitoring rynku produktów strukturyzowanych, zmian akcjonariatu polskich spółek publicznych oraz analizę rynku polskich papierów dłużnych.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone wyłącznie w celu informacyjnym zgodnie z najlepszą wiedzą i starannością autora. Dane wykorzystane przy tworzeniu opracowania pochodzą ze źródeł uważanych przez firmę Analizy Online SA za wiarygodne i dokładne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one kompletne i odzwierciedlają stan faktyczny. Opinie zawarte w niniejszym opracowaniu częściowo bazują na wartościach szacunkowych, wyznaczanych zgodnie z metodologią stosowaną przez Analizy Online SA, które mogą odbiegać od danych rzeczywistych. Spółka Analizy Online SA nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne szkody spowodowane wykorzystaniem opinii i informacji zawartych w niniejszym opracowaniu.