

## JAPOŃSKIE BAŃKI

### Bańka nr I

29 grudnia 1989 roku indeks japońskich akcji Nikkei 225 ustanowił szczyt wszech czasów. Przez kolejne niemal dwie dekady ceny japońskich akcji spadały, aby ostatecznie wylądować na dnie 19 lat później w październiku 2008 w apogeum Wielkiego Kryzysu Finansowego, 82% poniżej szczytu.

Dopiero w ubiegłym tygodniu indeks Nikkei 225 pokonał rekord wszechczasów z 1989 roku. 34 lata - to najdłuższy okres czekania na nowy szczyt wśród globalnych rynków akcji.

Indeks akcji japońskich (Nikkei 225)



Japonia stała się więc koronnym argumentem za tym, że nawet długoterminowa inwestycja w akcje jest ryzykowna. Jak to się stało, że kraj kwitnącej wiśni stał się symbolem inwestycyjnej bańki?

Po drugiej wojnie światowej gospodarka Japonii rozwijała się bardzo szybko, a w latach 80 - tych XX w. PKB Japonii per capita (na osobę) prześcignął USA. O przyczynach japońskiego cudu gospodarczego można przeczytać [tutaj](#).

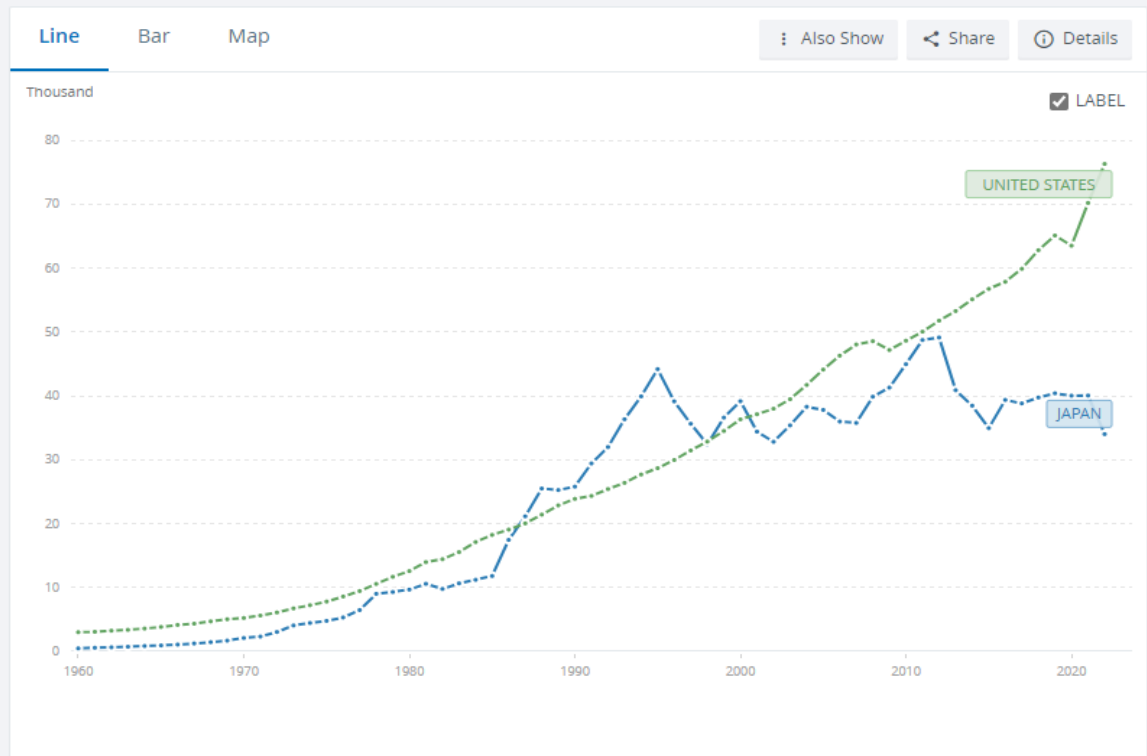


## PKB per capita USA i Japonii

## GDP per capita (current US\$) - Japan, United States

World Bank national accounts data, and OECD National Accounts data files.

License : CC BY-4.0



Źródło: Bank Światowy

Efekt boomu miał swoje odzwierciedlenie na giełdzie. Indeks Nikkei 225 w ciągu 10 lat poprzedzających pęknięcie bańki zyskał 493%, podczas gdy indeks akcji amerykańskich „jedynie” 227%.

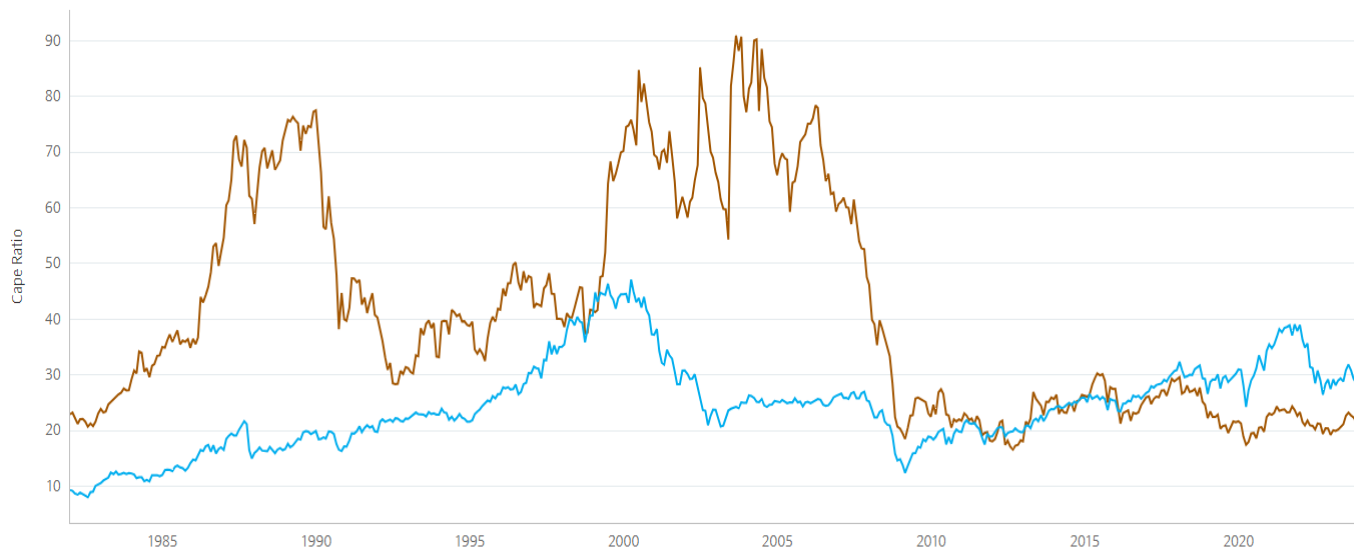
Japońskie spółki podbijały świat, a przyszłość miała należeć do nowej potęgi gospodarczej, która w niedalekiej przyszłości miała prześcignąć Stany Zjednoczone. Wyceny japońskich akcji doszły do niebotycznych poziomów.

A wszystko tłumaczyła wyjątkowość Japonii, która została opisana w zbiorze koncepcji o teorii japońskości (Nihonjinron). O tym jak bardzo Japonia różni się od krajów zachodu wspomina Edward Chancellor w Historii spekulacji finansowych: „Powiadano np. że wnętrze Japończyka różni się od zachodnich, nie nadaje się więc dla nich obca wołowina i ryż. Twierdzono nawet, że bezużyteczne są w Japonii amerykańskie narty, gdyż inny jest śnieg”. Tym samym także rynkowe modele wyceny akcji obowiązujące na zachodzie nie miały zastosowania dla szybko rosnącej gospodarki Japonii.

Pod koniec lat 80-tych ceny akcji rosły trzy razy szybciej niż dochody firm. Wskaźnik CAPE (wskaźnik cena do zysku, który bazuje na średnich zyskach za ostatnie 10 lat, skorygowanych o inflację) dla indeksu MSCI Japan w momencie pęknięcia bańki w grudniu 1989 roku wynosił 77,5 co oznacza, że na zwrot zainwestowanego kapitału z zysków (jeśli te by się utrzymały na tym samym poziomie co w ciągu minionych 10 lat) czekalibyśmy ponad 77 lat. Dla porównania w szczycie bańki internetowej amerykańskie akcje miały wskaźnik CAPE 47,1, czyli były o ok. 40% tańsze, niż akcje japońskie w grudniu 1989 r.



## Wskaźnik CAPE dla akcji japońskich (MSCI Japan) i akcji amerykańskich (MSCI USA)

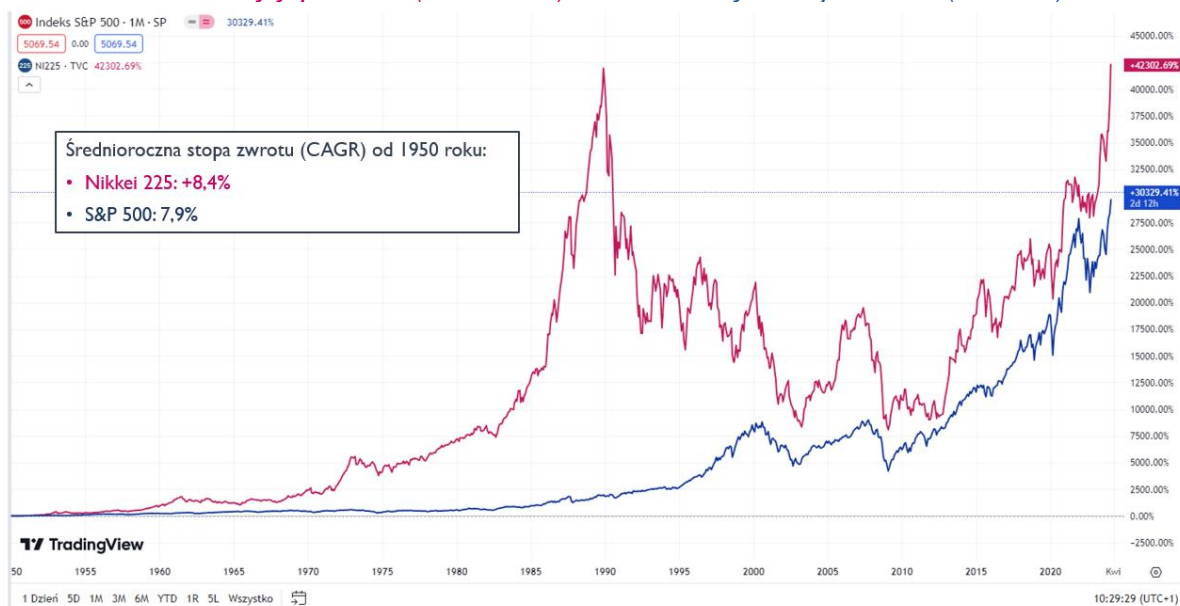


Źródło: Shiller Barclays CAPE® Index Family

Patrząc na gwałtowny wzrost i późniejsze załamanie na japońskiej giełdzie można sądzić że inwestowanie w tamtejsze akcje było fatalną długoterminową inwestycją. Nie ulega wątpliwości że zainwestowanie u schyłku lat 80-tych XX wieku w japońskie akcje było obarczone bardzo dużym ryzykiem i wymagało ogromnej determinacji do utrzymania inwestycji przez ponad 3 dekady, aby ostatecznie inwestycja zakończyła się zyskiem.

Warto jednak wiedzieć, że pomimo pęknięcia gigantycznej bańki w perspektywie długoterminowej japońskie akcje były co najmniej dobrym pomysłem. Indeks Nikkei 225 od 1950 roku do końca stycznia 2024 roku przyniósł średnioroczną stopę zwrotu na poziomie 8,4% rocznie, podczas gdy indeks S&P500 zyskiwał w tym okresie średniorocznie 7,9%. (Oba indeksy nie uwzględniają wypłacanych dywidend, więc finalnie stopy zwroty byłyby wyższe).

## Indeks akcji japońskich (Nikkei 225) vs indeks akcji amerykańskich (S&P500)



Źródło: Tradingview



## Bańka nr 2

Znacznie mniej niż o bańce na rynku akcji mówi się o bańce na rynku japońskich nieruchomości. Chancellor pisał o niej tak: „Nadmuchana gospodarka po japońsku baburu oznaczata przede wszystkim boom na rynku nieruchomości. Dla Japończyków ziemia ma szczególne znaczenie. W społeczeństwie uwolnionym spod feudalnego ucisku jej posiadanie wciąż jest wyznacznikiem pozycji społecznej. (...)”

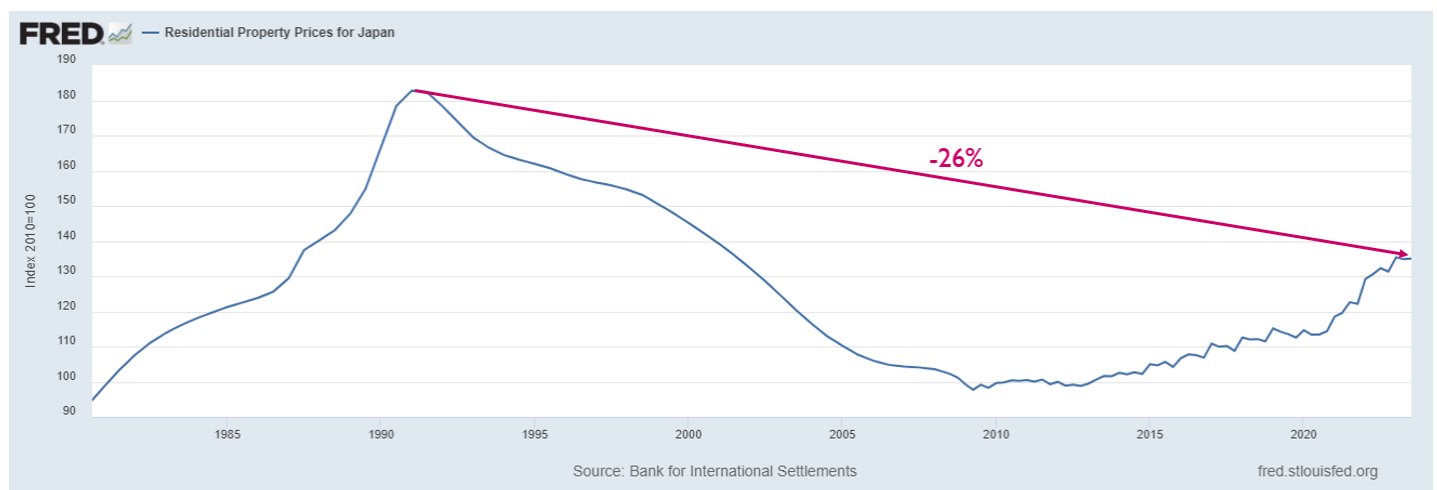
W latach 1956-1986 ceny ziemi wzrosły o 5000%, gdy ceny dóbr konsumpcyjnych zaledwie się podwoiły. W całym tym okresie był tylko jeden rok (1974) gdy ceny ziemi spadły. W nadziei, że ziemia już nigdy nie potanieje japońskie banki udzielały pożyczek pod zabezpieczenie w postaci ziemi a nie zysku i odpisów amortyzacyjnych. Rosnąca wartość ziemi stała się siłą kreującą kredyt w całej gospodarce. (...)”

Bezustanne drożenie nieruchomości spowodowało, że za pieniądze jakie zarabiał przez całe życie przeciętny absolwent wyższej uczelni utrzymujący się z pensji (pracownik biurowy) w centrum Tokio nie można było kupić nawet małego mieszkania. Nabywcy domów musieli zaciągać wielopokoleniowe stuletnie pożyczki hipoteczne. W 1990 roku cały japoński rynek nieruchomości wyceniano na 2 tryliony jenów, co czterokrotnie przewyższało wartość wszystkich nieruchomości w Stanach Zjednoczonych.”

Żadna inwestycja nie może jednak na dłuższą metę drożeć bez oparcia w fundamentach. Nie inaczej jest z nieruchomościami. Problemy gospodarcze jakie dotknęły Japonię po pęknięciu bańki na rynku akcji przeniosły się także na rynek nieruchomości. Sytuacji nie poprawiał problem strukturalny jakim jest szybkie starzenie się japońskiego społeczeństwa.

Pierwsze spadki cen na rynku nieruchomości pojawiły się jakieś 2 lata po pęknięciu bańki na tokijskiej giełdzie. Indeks cen nieruchomości szczyt zanotował na początku 1991 roku, ale początkowe spadki były niewielkie. W przypadku nieruchomości, to jednak nie gwałtowność spadków była najgorsza, ale czas ich trwania. Ceny japońskich nieruchomości osuwały się od 1991 roku do 2009, a ich zasięg wyniósł 47%.

### Indeks cen nieruchomości w Japonii



Źródło: fred.stlouisfed.org



Inaczej jednak niż na rynku akcji, który po 34 latach ostatecznie pokonał szczyt wszechczasów, ceny nieruchomości w Japonii wciąż są dalekie od tych sprzed ponad 3 dekad - indeks cen nieruchomości pomimo odbicia w ostatniej dekadzie wciąż znajduje się 26% poniżej szczytu z okresu bańki.

## Japońskie lekcje

Lekcje z japońskich baniek są uniwersalne bez względu na szerokość geograficzną. Inwestorzy muszą kierować się optymizmem. Od tego zaczyna się każda inwestycja. Problem zaczyna się kiedy optymizm coraz bardziej oddala się od fundamentów, na których pierwotnie wyrósł i zamienia się w euforię, która z tymi fundamentami ma już coraz mniej wspólnego.

W Polsce inwestowanie w akcje nie cieszy się specjalną popularnością, ponieważ uchodzi za inwestycję o bardzo dużym ryzyku. I jest to prawda, szczególnie w krótkim okresie. Wahania na rynku akcji mogą być kilkudziesięcioprocentowe. Warto jednak wiedzieć, że w długim okresie niemal wszystkie rynki akcji ostatecznie rosną.

Rynek nieruchomości dla odmiany w naszym kraju postrzegany jest jako bezpieczna lokata kapitału pozbawiona w zasadzie ryzyka, bo przecież od lat ceny w naszym kraju rosną (mało kto pamięta spadki cen w latach 2007-2013). Przykład Japonii (ale także wielu innych krajów), pokazuje że bańka może wyrosnąć na każdym rynku, także na rynku nieruchomości.

Zazwyczaj optymizm przeradza się w euforię pod wpływem spektakularnych wyników z przeszłości. Kiedy dobre lata zamieniają się w dobre dekady optymizm przeradza się w euforię. A wielu zaczyna ekstrapolować ostatnie dekady na wieczność. A kiedy na całym rynku zaczyna dominować euforyczna jednomyślność, lepiej być ostrożnym, bo gdzie wszyscy myślą tak samo, tam nikt nie myśli zbyt wiele. Na dłuższą metę ani rynek akcji nie jest tak ryzykowny jak wielu w naszym kraju sądzi, ani żaden inny rynek, także nieruchomości nie jest tego ryzyka pozbawiony.

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 dla Inwestorów” 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.