

PERSPEKTIVE

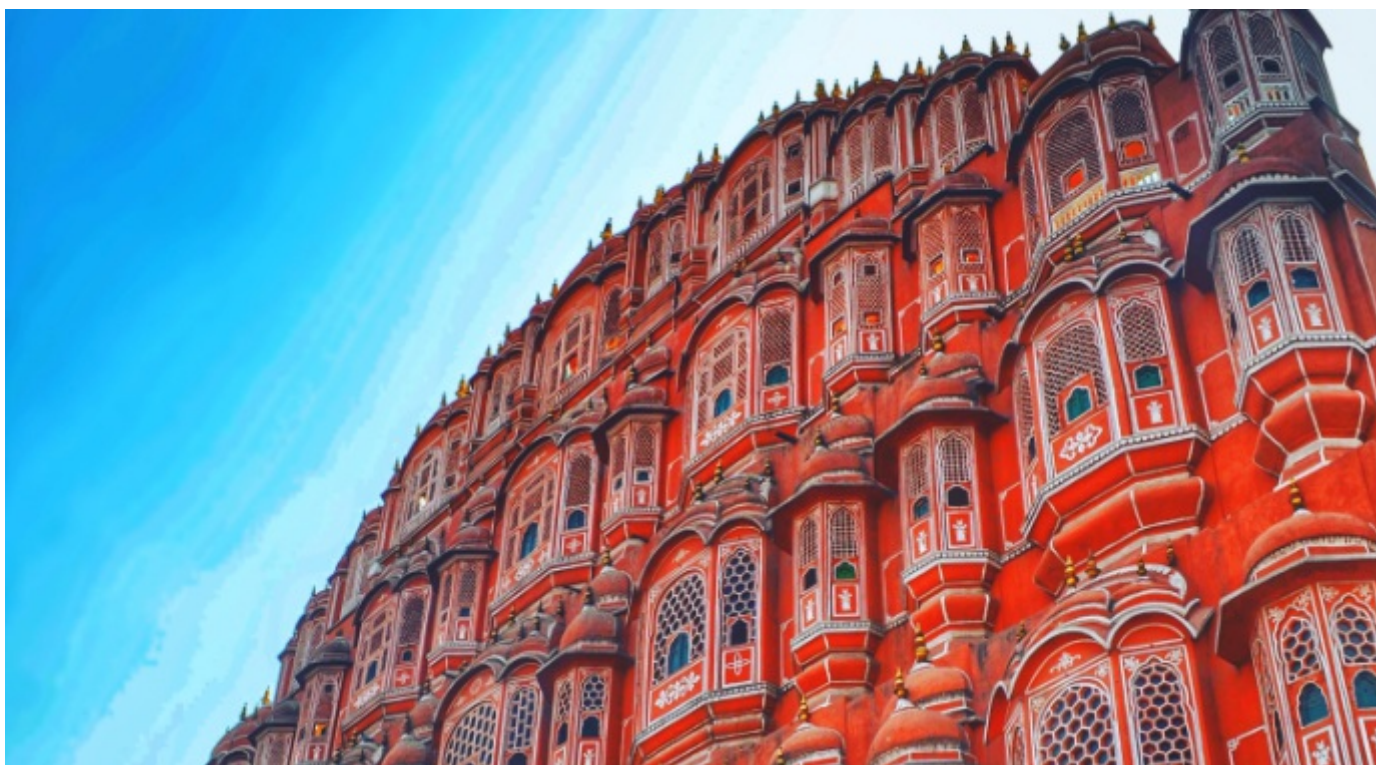
Stabilne prognozy dla Indii pomimo niespokojnej sytuacji w handlu

sierpień 27, 2018

W ostatnich miesiącach napięcia handlowe wystraszyły inwestorów, w tym także tych działających na indyjskim rynku akcji. Sukumar Rajah z Franklin Templeton Emerging Markets Equity analizuje solidne, według niego i jego zespołu, fundamenty tej gospodarki i tłumaczy dlaczego indyjski rynek akcji powinien poradzić sobie z bieżącymi wyzwaniami.

Sukumar Rajah
Starszy dyrektor zarządzający
Dyrektor ds. zarządzania portfelami inwestycyjnymi
Franklin Templeton Emerging Markets Equity

Indyjskie rynki generalnie nie były odporne na problemy, z jakimi borykały się rynki wschodzące w 2018 r.



Wśród trudności krajowych należy wymienić ponowne wprowadzenie podatków od długoterminowych zysków kapitałowych (mających wpływ na sytuację inwestorów zagranicznych), problemy ze ściąganiem podatku od towarów i usług, obawy przed wzrostem stóp procentowych czy też spadek kursu rupii. Niekorzystny wpływ na nastroje rynkowe miała także niepewna sytuacja polityczna; wyniki ostatnich wyborów stanowych sugerują, że partia rządząca może nie cieszyć się już takim poparciem, jak w przeszłości.

Waluta pod presją

Choć rupia indyjska była w tym roku pod sporą presją, nie dostrzegamy obecnie poważniejszych powodów do obaw. Zaostrzenie polityki pieniężnej na całym świecie, podwyższone ceny ropy oraz narastające napięcia w handlu przełożyły się na odpływ kapitału z rynków wschodzących i sprzyjały aprecjacji dolara amerykańskiego. Obawy przed rozprzestrzenieniem się tureckiego kryzysu zaszkodziły nie tylko rupii, ale także większości walut z krajów zaliczanych do rynków wschodzących. Należy również zauważyć, że spadek kursu rupii był względnie niewielki w porównaniu z walutami gospodarek o słabszych fundamentach, takich jak Argentyna czy Republika Południowej Afryki.

Bank Rezerw Indii zdecydował się na agresywną interwencję w celu wsparcia rupii, a jednocześnie dostrzegamy przestrzeń do dalszej interwencji, pomimo niedawnego spadku rezerw walutowych.

Wprawdzie słaba rupia przekłada się na wyższe koszty importu, spółki indyjskie przerzucają te koszty na konsumentów, co pozwala im zwiększać zyski i sygnalizuje solidny popyt. Z drugiej strony niższy kurs rupii to dobry znak dla branż i spółek zorientowanych na eksport. Przykładowo spółki z sektora technologii informatycznych prawdopodobnie skorzystałyby na słabszej rupii, ponieważ generują większą część swoich przychodów na rynkach zagranicznych. Deficyt na indyjskim rachunku obrotów bieżących rozszerza się, zatem niższy kurs rupii mógłby zwiększyć konkurencyjność Indii, gdy kraj ten będzie dążył do stymulowania eksportu.

Korzystne czynniki makroekonomiczne w trudnych warunkach

Pomimo zmienności rynkowej w Indiach, nasza ocena sytuacji makroekonomicznej i fundamentów spółek uzasadnia optymistyczne prognozy długoterminowe dla indyjskiego rynku. Dostrzegamy kilka czynników, które powinny umacniać wieloletni cykl wzrostowy, takich jak wzrost konsumpcji czy inwestycji publicznych.

Pojawiają się także sygnały wzrostu inwestycji w sektorze prywatnym wraz z eksportem, który także prawdopodobnie będzie coraz prężniejszy.

Indie to gospodarka oparta w dużej mierze na czynnikach krajowych, w ograniczonym stopniu uzależniona od eksportu. Zważywszy na solidne warunki makroekonomiczne i dużą płynność krajowego rynku akcji, przewidujemy, że rynek indyjski będzie bardziej odporny na wpływ czynników zewnętrznych.

Pomimo pewnych trudności, Indie mają cały szereg katalizatorów cyklicznego i strukturalnego wzrostu, co umacnia nasze optymistyczne prognozy. Wzrost gospodarczy przyspiesza, a trend w obszarze zysków spółek jest coraz lepszy.

Deficyt na indyjskim rachunku obrotów bieżących rozszerzył się w porównaniu z rokiem ubiegłym i pojawiły się obawy o wypłacalność budżetu, ale obydwa deficyty utrzymują się na poziomach, z którymi rząd powinien sobie, w naszej ocenie, poradzić. Co istotne, szerszy deficyt na rachunku obrotów bieżących można częściowo wytłumaczyć szybszym wzrostem popytu krajowego (a w konsekwencji także popytu na import) na tle wolniejszego wzrostu, czy też wręcz stagnacji globalnego popytu. Uważamy, że jeżeli deficyt na rachunku obrotów bieżących rośnie wskutek wyższego wzrostu krajowego, rynkowe zaufanie do krajowej waluty nie powinno spaść, ponieważ rynek powinien zrozumieć, że za większym deficytem stoi potencjał wzrostowy. W takich warunkach wzrosnąć mogą także inwestycje zagraniczne, co poprawiłoby bilans płatniczy.

Ponadto rządowy program „Make in India”, który w zamierzeniu ma przekształcić Indie w globalny węzeł produkcyjny, stopniowo nabiera tempa i powinien przynieść korzyści różnym sektorom, na czele z produkcją urządzeń elektronicznych. Przykładowo na początku bieżącego roku Samsung otworzył największą na świecie fabrykę telefonów w pobliżu Nowego Delhi, by produkować telefony taniej niż w Chinach i zwiększyć swoją konkurencyjność na potężnym indyjskim rynku smartfonów. W dłuższej perspektywie możemy spodziewać się znaczącego wzrostu udziału lokalnie wytwarzanych produktów na rynku, co także dobrze wróżyłoby dla rachunku obrotów bieżących.

Ogólne warunki makroekonomiczne w Indiach wydają nam się stabilne, w obliczu utrzymujących się korzystnych czynników, takich jak zrównoważony wzrost produktu krajowego brutto (PKB), rosnące dochody per capita, wzrost prywatnej konsumpcji i inwestycji publicznych czy poprawa wskaźników wzrostu o wysokiej częstotliwości, takich jak sprzedaż samochodów i produkcja cementu.

Wzrost gospodarczy najwyraźniej utrzymuje się na ścieżce odbicia, a trend w obszarze zysków spółek poprawia się od kilku ostatnich kwartałów. Uważamy, że polityka indyjskiego banku centralnego skoncentrowana na celu inflacyjnym powinna także utrzymać inflację pod kontrolą.

Czy Indie przetrwają potencjalną wojnę handlową?

W kontekście obaw przed wojną handlową należy zauważyć, że Indie eksportują do Stanów Zjednoczonych więcej niż importują, a ta nadwyżka handlowa sprawiła, że Indie wraz z kilkoma innymi krajami znalazły się na celowniku Stanów Zjednoczonych. W czerwcu Indie ogłosiły działania odwetowe w postaci nałożenia ceł na niektóre towary sprowadzane ze Stanów Zjednoczonych, ale wdrożenie tej decyzji zostało odłożone na później, by zyskać nieco czasu na rozważenie sposobów rozwiązania konfliktu handlowego.

Choć dalsza eskalacja konfliktu i wynikająca z niego niepewność mogą wciąż odbijać się na nastrojach, uważamy, że gospodarka indyjska wciąż ma solidne fundamenty i powinna poradzić sobie z tymi problemami. Warto także wspomnieć, że Chiny zmniejszyły lub wyeliminowały cła na towary sprowadzane z Indii oraz innych krajów azjatyckich, co powinno częściowo zniwelować niekorzystny wpływ polityki Stanów Zjednoczonych.

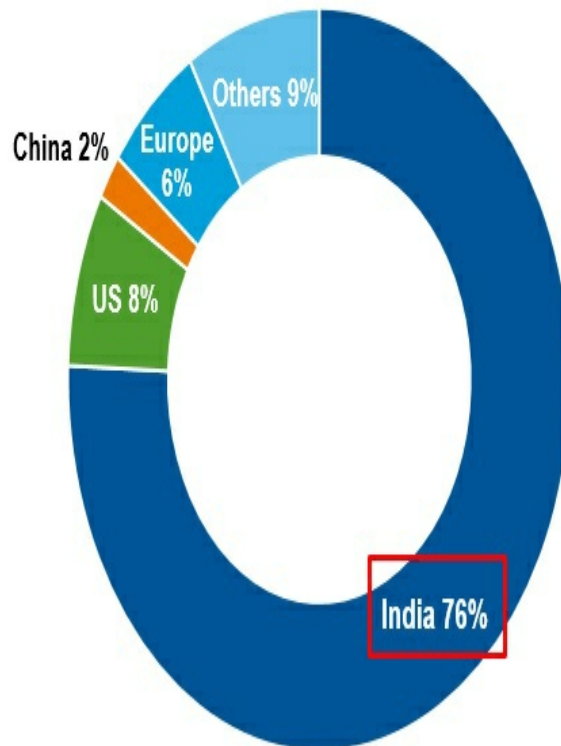
Co istotne, wzrost liczebności indyjskiej klasy średniej może stymulować boom konsumpcji, która już teraz generuje ponad 60% indyjskiego PKB.^[1] Oparta na czynnikach krajowych gospodarka Indii jest mniej wrażliwa na wpływ czynników zewnętrznych w porównaniu z innymi rynkami uzależnionymi od eksportu, szczególnie w warunkach konfliktu handlowego. Poniższy wykres pokazuje, że 76% przychodów spółek z indeksu Nifty 500 Index zostało wypracowanych w Indiach.

Indie: gospodarka oparta na czynnikach krajowych

Indie mogą być względnie odporne na wpływ napięć handlowych w związku z dużym znaczeniem czynników krajowych

Ekspozycja przychodów spółek z indeksu Nifty 500 Index

Lipiec 2018 r.



Źródła: obliczenia ITC na podstawie danych statystycznych ONZ COMTRADE, 2017 r.; FactSet, rozkład przychodów na podstawie danych szacunkowych FactSet za rok podatkowy 2017 r., na dzień 31 lipca 2018 r. Indeks NIFTY 500 Index odzwierciedla wyniki 500 największych spółek pod względem pełnej kapitalizacji rynkowej spośród wszystkich dostępnych dla inwestorów papierów notowanych na Krajowej Gieldzie Papierów Wartościowych w Indiach (National Stock Exchange of India). Indeksy nie są zarządzane, a bezpośrednia inwestycja w indeks nie jest możliwa. Indeksy nie uwzględniają opłat, kosztów ani obciążeń naliczanych przy sprzedaży. Dodatkowe informacje dotyczące podmiotów dostarczających dane można znaleźć na stronie www.franklintempletondatasources.com.

Rzut oka na sektory rynku

Preferujemy indyjskie spółki mające katalizatory sekularnego wzrostu i wciąż uważnie selekcjonujemy krajowe spółki cykliczne. Obecnie koncentrujemy się na wysokiej jakości bankach prywatnych o dużej kapitalizacji i solidnych franczyzach, spółkach mających ekspozycję na rosnącą krajową konsumpcję i sektorach obsługujących priorytetowe inwestycje rządowe (autostrady, linie kolejowe czy sieci energetyczne). Szukamy spółek opartych na mocnych czynnikach krajowych i długofalowych fundamentach, które mogą radzić sobie dobrze niezależnie od cyklu gospodarczego i wykazywać się mniejszą wrażliwością na wpływ czynników makroekonomicznych. Na poziomie mikroekonomicznym optymizmem napawają nas pozytywne informacje zwrotne od spółek, które generalnie odczuwają solidny popyt na swoich rynkach.

Finanse: Indyjski system bankowy to jeden z najszybciej rosnących systemów bankowych na świecie. Niemniej jednak 90% majątku przeciętnego indyjskiego gospodarstwa domowego stanowią nieruchomości, dobra fizyczne i złoto, a zaledwie 5% stanowią aktywa finansowe, takie jak lokaty, środki na rachunkach oszczędnościowych, akcje będące w obrocie publicznym, fundusze inwestycyjne, ubezpieczenia na życie czy konta emerytalne.[\[2\]](#) Dostrzegamy zatem znaczący potencjał wzrostowy wśród dostawców usług finansowych, a w szczególności banków.

Rynek zdominowany jest obecnie przez banki państwowe, które jednak są mniej konkurencyjne i pozostają w tyle za sektorem prywatnym w takich obszarach jak automatyka, technologie, obsługa klienta czy jakość zarządzania. Dlatego spodziewamy się szybszego wzrostu banków prywatnych, które powinny powiększać swój udział w rynku. Narastające ostatnio obawy wokół wysokich poziomów niespłacanych terminowo kredytów w portfelach banków państwowych także są korzystne dla prywatnych kredytodawców. Co więcej, niespłacane terminowo kredyty są niemal w całości wykazywane przez banki, zatem możemy spodziewać się stopniowej poprawy i przyspieszenia wzrostu kredytów.

Energetyka: Choć indyjska gospodarka prawdopodobnie jest w stanie wytrzymać obecne poziomy cen ropy lub ich tymczasowe wzrosty, mamy świadomość, że wysokie ceny ropy w długiej perspektywie mogą okazać się szkodliwe, ponieważ Indie są importerem ropy netto. Wysokie ceny ropy mogą mieć niekorzystne konsekwencje, gdy rząd będzie konsekwentnie zmierzał w kierunku konsolidacji budżetowej i rozważnie zarządzał finansami publicznymi. Co więcej, w związku z restrykcyjnymi regulacjami sektora energetycznego w Indiach, przedsiębiorstwa zajmujące się poszukiwaniem złóż i produkcją ropy naftowej nie są w stanie znacząco skorzystać na wzroście cen ropy. Obecnie nie dostrzegamy zatem możliwości wykorzystania wzrostu cen ropy w tym sektorze, w związku z czym nie budzi on naszego szczególnego zainteresowania.

Przemysł: Pomimo pewnych wyzwań z optymizmem podchodzimy do wybranych spółek z tego sektora, które mają szansę skorzystać na wzroście popytu konsumenckiego. Spodziewamy się, na przykład, solidnego strukturalnego wzrostu popytu na urządzenia klimatyzacyjne, biorąc pod uwagę bardzo małą penetrację tego rynku. Części samochodowe to kolejny przykład rynku, na którym popyt prawdopodobnie będzie rósł wraz z liczebnością indyjskiej klasy średniej. W swoim wystąpieniu poświęconym budżetowi na 2018 r., indyjski minister finansów Arun Jaitley opisał infrastrukturę jako siłę napędową wzrostu i powiedział, że kraj będzie potrzebował ogromnych inwestycji w drogi, porty lotnicze, linie kolejowe i transport wodny, sugerując jednocześnie, że pieniądze na te inwestycje można pozyskać z rynku akcji.[\[3\]](#)

Usługi telekomunikacyjne: Branża ma za sobą okres konsolidacji po tym, jak pod koniec 2016 r. nowy gracz zaburzył rynkową równowagę skrajnie niskimi cenami usług. Niemniej jednak sądzimy, że taka strategia cenowa nie może być utrzymywana w dłuższej perspektywie. Dostrzegamy wartość akcji wybranych spółek z tego sektora i uważamy, że teraz, gdy konsolidacja weszła w swoją ostatnią fazę, jest tam przestrzeń do dalszego wzrostu.

Technologie informatyczne: Indie znane są z potencjału związanego z outsourcingiem usług informatycznych i obserwujemy wzrost związanych z tym obszarem wydatków spółek z całego świata. Indyjski sektor informatyczny może także skorzystać na osłabieniu rupii. Koncentrujemy się na spółkach informatycznych, w przypadku których przyspieszający wzrost i deprecjacja waluty mogą przełożyć się na większe zyski w nadchodzących latach. Dostrzegamy wzrost wydatków spółek z całego świata, w szczególności związanych z nowymi projektami rozwojowymi, co sygnalizuje ożywienie. Z naszego doświadczenia wynika, że realizacja takich projektów trwa wiele lat, co zapowiada wieloletni cykl wzrostowy. Technologie informatyczne to dla wielu spółek obszar kluczowych wydatków i obecnie dostrzegamy w tym sektorze potencjalne możliwości.

Wyceny

Uważamy, że wyceny na indyjskim rynku akcji wciąż są rozsądne w kontekście niskiego bazowego poziomu zysków i spodziewanego przyspieszenia wzrostu zysków spółek. Indyjskie wskaźniki cen do zysków także są rozsądne i mieszczą się w odchyleniu standardowym od średniej długoterminowej, natomiast stosunek całkowitej kapitalizacji rynkowej do PKB rządu ~89% (według danych na dzień 31 lipca 2018 r.) sygnalizuje, że poziomy wyceny akcji spółek indyjskich są wciąż umiarkowane.[\[4\]](#)

Co więcej, wyceny poszły w dół podczas niedawnej korekty rynkowej, co skutkuje, według nas, atrakcyjnymi potencjalnymi okazjami do zakupów. Choć uważaliśmy, że wyceny spółek o średniej kapitalizacji poszły w górę do zawyżonych poziomów w porównaniu z papierami przedsiębiorstw o dużej kapitalizacji, kursy akcji średnich spółek spadły z ostatnich maksimum, a spadki te miały większą skalę niż korekty wyceny akcji dużych spółek. Nadal jednak mamy wrażenie, że akcje indyjskich spółek o średniej kapitalizacji są wciąż drogie w porównaniu z papierami większych przedsiębiorstw, co wymaga ostrożnego i selektywnego podejścia do tego segmentu rynku.

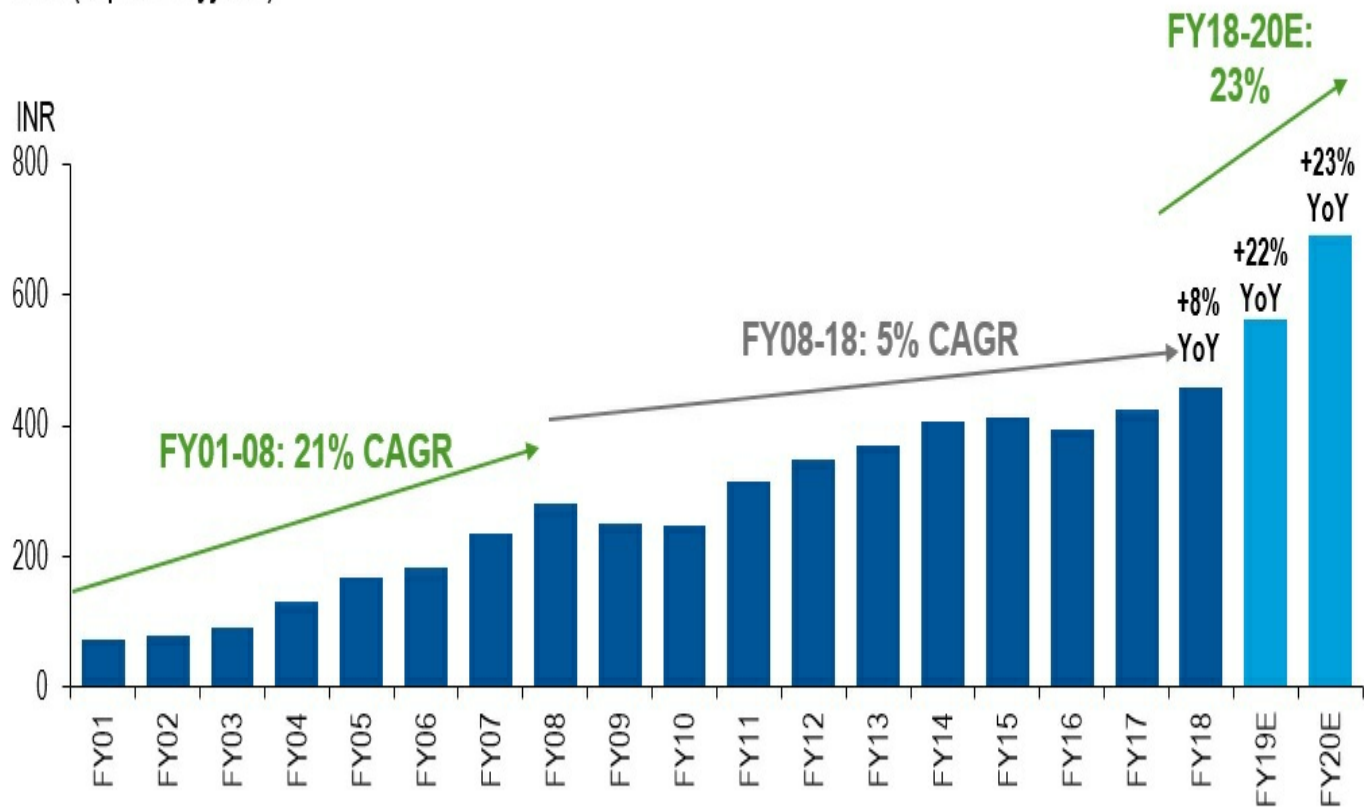
Co istotne, w obszarze rynku, który analizujemy cały czas dostrzegamy liczne spółki oferujące atrakcyjne wyceny, zatem bieżące poziomy wskaźników rynkowych nie budzą naszego niepokoju.

Prognozy przewidują zrównoważone odbicie wzrostu zysków w perspektywie najbliższych kilku lat



Wskaźnik zysków na akcję dla indeksu NIFTY 2001 r. — 2020 r.(P)

INR (rupia indyjska)



Źródło: Motilal Oswal Research, sierpień 2018 r. Indeks NIFTY 500 Index odzwierciedla wyniki 500 największych spółek pod względem pełnej kapitalizacji rynkowej spośród wszystkich dostępnych dla inwestorów papierów notowanych na Krajowej Giełdzie Papierów Wartościowych w Indiach (National Stock Exchange of India). Indeksy nie są zarządzane, a bezpośrednia inwestycja w indeks nie jest możliwa. Indeksy nie uwzględniają opłat, kosztów ani obciążeń naliczanych przy sprzedaży. **Wyniki historyczne nie wskazują ani nie gwarantują wyników przyszłych.** Realizacja jakichkolwiek prognoz lub szacunków nie jest w żaden sposób gwarantowana. CAGR — skumulowany roczny wskaźnik wzrostu).

Jeżeli chodzi o przyszłość, uważamy, że indyjski wzrost gospodarczy utrzyma się na ścieżce odbicia. Dostrzegamy sygnały przyspieszenia wzrostu PKB po niedawnym uspokojeniu wynikającym z pojedynczych wydarzeń, takich jak demonetyzacja czy wprowadzenie podatku od towarów i usług. Najświeższe notowania wskaźników o wysokiej częstotliwości potwierdzają przyspieszenie wzrostu stymulowane przez bardziej dynamiczny wzrost konsumpcji oraz znaczącą poprawę w obszarze produkcji przemysłowej.

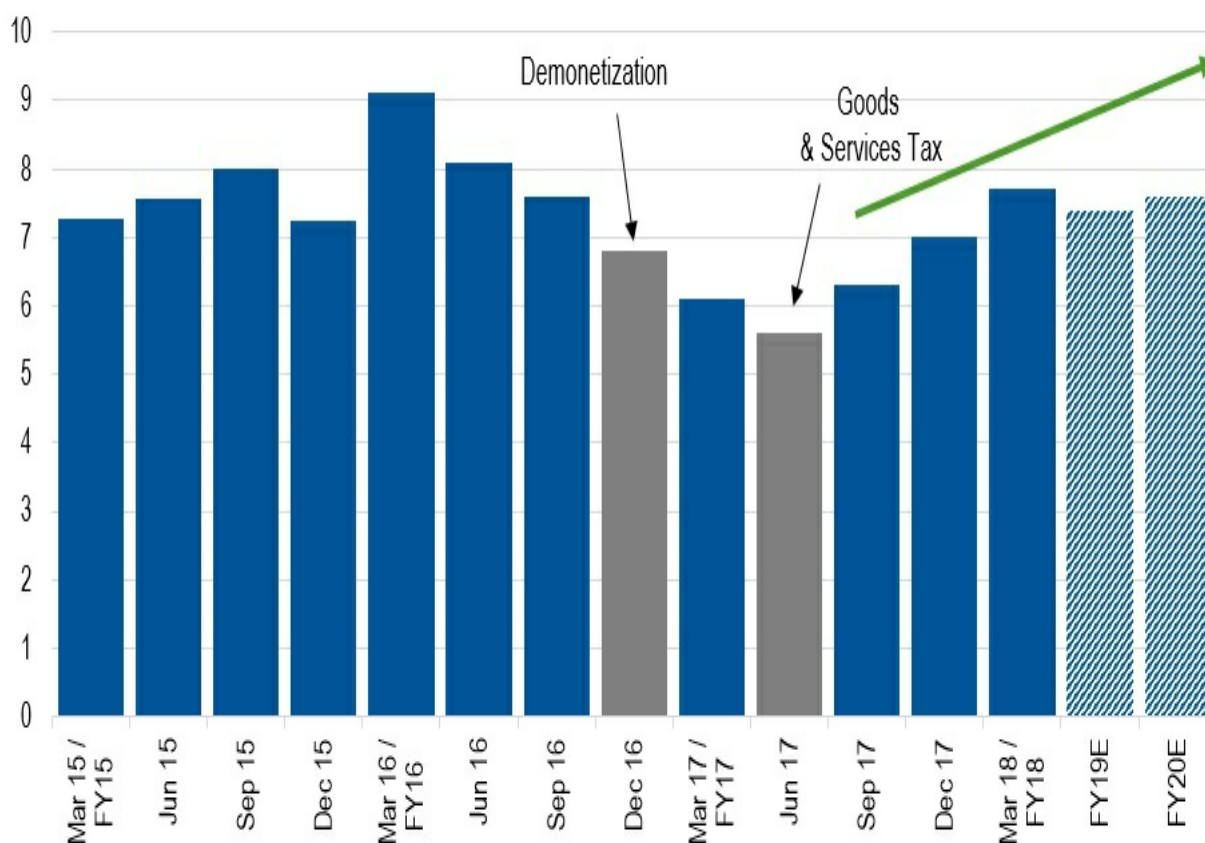
Trend wzrostu PKB w Indiach



Oznaki ożywienia po niedawnym uspokojeniu będącym wynikiem pojedynczych wydarzeń

Wzrost realnego produktu krajowego brutto (PKB) (% , rok do roku)

2015 r. — 2020 r. (prognozy — P)



Źródło: Morgan Stanley Research; dane za lata finansowe 2012-2017 na podstawie serii danych o PKB przy przyjęciu 2011-2012 jako roku bazowego. Dane za poprzednie okresy sprowadzono do serii danych przy przyjęciu 2011-2012 jako roku bazowego. Szacowana roczna stopa wzrostu PKB: MFW, „World Economic Outlook”, kwiecień 2018 r. Dane o kwartalnym wzroście realnego PKB: Bloomberg, dane dostępne na dzień 30 czerwca 2018 r.

Wyniki historyczne nie wskazują ani nie gwarantują wyników przyszłych. Realizacja jakichkolwiek prognoz lub szacunków nie jest w żaden sposób gwarantowana.

Co więcej, Indie korzystają na kilku sekularnych czynnikach stymulujących wzrost, takich jak sprzyjające warunki demograficzne, wzrost konsumpcji na terenach miejskich czy rosnące poziomy zarobków, a także imponujące plany reform realizowane przez rząd. Wiele zmian zachodzących obecnie w kraju będzie katalizatorami pozytywnych zmian, które będą, w naszej ocenie, napędzać wzrost w przyszłości.

Choć kalendarz wyborczy może rozpraszać inwestorów, uważamy, że nie należy przywiązywać zbyt dużej wagi do wyników sondaży poprzedzających wybory stanowe. Na podstawie tych sondaży nie można wyciągać wniosków co do prognoz wyników wyborów krajowych, ponieważ wyborcom zdarzało się głosować przeciwko partii rządzącej w wyborach stanowych, by później i tak popierać premiera Modiego w kolejnych wyborach krajowych. Niezależnie od tego które ugrupowanie ostatecznie zwycięży w wyborach powszechnych w 2019 r., nie sądzimy, by wynik wyborów zmienił kierunek gospodarki lub znacząco zakłócił prowadzoną obecnie politykę. Najważniejsze fundamenty wzrostu gospodarczego wciąż zmiernają we właściwym kierunku.

Ponadto, pomimo pewnych obaw o równowagę makroekonomiczną związanych z trendami zmian cen ropy i ich możliwym wpływem na deficyt na rachunku obrotów bieżących, inflację i kondycję budżetową, uważamy, że rząd jest zdeterminowany, by pozostać na ścieżce konsolidacji budżetowej i rozważnie zarządzać finansami publicznymi.

Podsumowując niezmiennie dostrzegamy powody, by inwestować w Indiach.

Komentarze, opinie i analizy zaprezentowane w niniejszym tekście są przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowią indywidualnych porad inwestycyjnych ani rekomendacji dotyczących inwestowania w jakiegokolwiek papiery wartościowe czy stosowania jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej. Biorąc pod uwagę dużą zmienność warunków rynkowych i ekonomicznych, wszelkie komentarze, opinie i analizy są w pełni aktualne wyłącznie w dniu publikacji niniejszego materiału i mogą ulec zmianie bez odrębnego powiadomienia. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie stanowią kompletnej analizy wszystkich istotnych faktów dotyczących jakiegokolwiek kraju, regionu, rynku, branży, inwestycji czy strategii inwestycyjnej.

Jakie jest ryzyko?

Wszelkie inwestycje wiążą się z ryzykiem, włącznie z ryzykiem utraty zainwestowanego kapitału.

Inwestowanie w instrumenty zagraniczne wiąże się ze szczególnym ryzykiem, m.in. dotyczącym wahań kursów wymiany, niestabilności gospodarczej czy zmian na arenie politycznej. Inwestycje na rynkach wschodzących, do których należą także nowe rynki wschodzące, obarczone są większym ryzykiem wynikającym z powyższych czynników, oprócz typowych dla nich ryzyk związanych z względnie niewielkimi rozmiarami, mniejszą płynnością i brakiem odpowiednich ram prawnych, politycznych, biznesowych i społecznych dla rynków papierów wartościowych. Ponieważ wspomniane ramy prawne, polityczne, biznesowe i społeczne są zwykle jeszcze słabiej rozwinięte na nowych rynkach wschodzących, a występują także rozmaite inne czynniki, takie jak podwyższony potencjał skrajnych wahań kursów, braku płynności, barier ograniczających transakcje oraz mechanizmów kontroli giełd, ryzyka związane z rynkami wschodzącymi są nasilone w przypadku nowych rynków wschodzących. Ceny akcji podlegają wahaniom (często nagłym i gwałtownym) wywoływanym przez czynniki dotyczące poszczególnych spółek, branż czy sektorów lub ogólne warunki panujące na rynkach.

[1] Źródła: FactSet oraz indyjskie Ministerstwo Statystyki i Wdrażania Programów, marzec 2018 r. Dodatkowe warunki podmiotów dostarczających dane można znaleźć na stronie www.franklintempletondatasources.com.

[2] Źródło: Bank Rezerw Indii, „Report of the Household Financial Committee” („Raport komitetu ds. finansów gospodarstw domowych”), indyjski komitet ds. finansów gospodarstw domowych, lipiec 2017 r.

[3] Źródło: wystąpienie Aruna Jaitleya poświęcone budżetowi na lata 2018-2019,; 1 lutego 2018 r.

[4] Źródło: CEIC, Morgan Stanley Research, 31 lipca 2018 r. Wskaźnik cen do zysków (C/Z) to wskaźnik wyceny obliczany jako iloraz ceny rynkowej jednej akcji i rocznych zysków przypadających na taką akcję. Odchylenie standardowe to wskaźnik mierzący stopień, w jakim stopy zwrotu z aktywów różnią się od średnich stóp zwrotu notowanych w przeszłości. Im większe odchylenie standardowe, tym większe prawdopodobieństwo (i ryzyko) rozbieżności stopy zwrotu ze średnią stopą zwrotu.
