



Czy rynki wschodzące dotarły do punktu zwrotnego?

Listopad 13, 2015



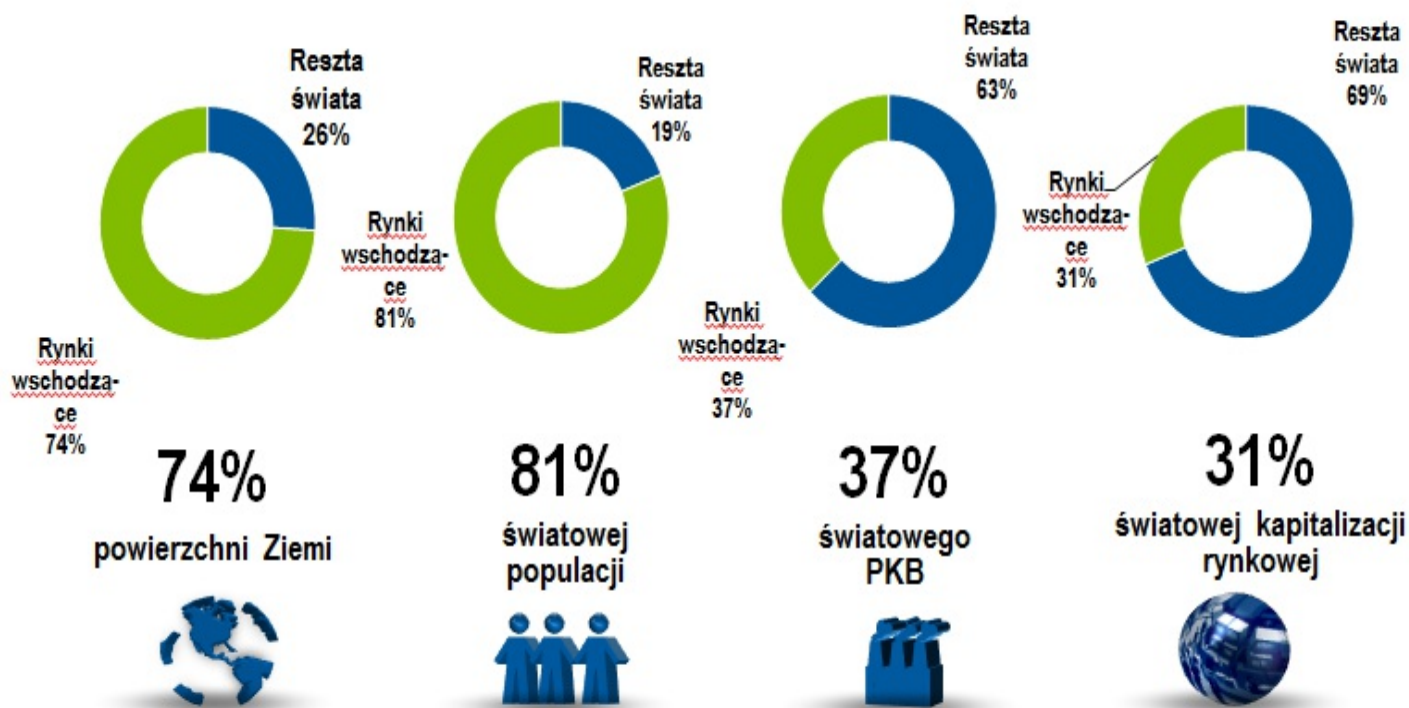
mobiustpolish

Bieżący rok jest niewątpliwie pełen wyzwań dla inwestorów działających na rynkach wschodzących, które generalnie radzą sobie słabiej niż rynki rozwinięte. Ostatnio pojawiają się jednak dane sygnalizujące możliwość odwrócenia się trendu związanego z odpływem aktywów, ponieważ coraz więcej inwestorów ponownie przenosi swój kapitał na rynki wschodzące. Te sygnały budzą nasz optymizm, ale nawet gdyby wahania porównywalne z tymi, jakie notowaliśmy latem, znów się pojawiły, nie uważamy, by był to dobry moment na odchodzenie od tej klasy aktywów. Liczne spośród czynników stymulujących ostatnie wahania na rynkach wschodzących uważamy za tymczasowe i nasilone przez tradycyjnie niską płynność w okresie letnim; dlatego dostrzegamy powody do optymizmu w dłuższej perspektywie.

Nie wolno ignorować rynków wschodzących

Naszym zdaniem, niezależnie od bieżących wahań nastrojów inwestorów, rynków wschodzących po prostu nie można ignorować. Kraje rozwijające się stanowią znaczącą część globalnej gospodarki pod względem powierzchni, populacji, produktu krajowego brutto (PKB) czy kapitalizacji rynków akcji.

Wzrost gospodarczy rynków wschodzących rzeczywiście jest w tym roku wolniejszy niż w przeszłości, ale nie dostrzegamy w tych krajach ryzyka kryzysu systemowego. Niektóre kraje są bardziej wrażliwe niż pozostałe, ale generalnie nie spodziewamy się jakiegokolwiek kataklizmu dotyczącego całej klasy aktywów. Rezerwy walutowe i zadłużenie publiczne jako procent PKB wydają się być na rozsądnych poziomach, a wzrost PKB w ujęciu ogólnym wciąż jest wyższy w porównaniu z rynkami rozwiniętymi. Ogólnie rzecz biorąc, nie widzimy sygnałów zapowiadających kryzys na giełdach w krajach rozwijających się. Rynki wschodzące są wciąż niedoważone w portfelach większości inwestorów z całego świata, zatem nie mamy wątpliwości, że należy inwestować na tych rynkach, ale zastanawiamy się raczej które spółki z których rynkach są warte kupna. Uważamy, że rynki wschodzące wciąż są motorami wzrostu światowej gospodarki.



Źródła: ONZ, Bank Światowy; FactSet; EIU; dane szacunkowe na sierpień 2015 r., na podstawie obliczeń przeprowadzonych dla 124 krajów pokrywających >80% całkowitej powierzchni Ziemi (2010 r.) i mających >95% udziału w ogólnoświatowej populacji (2015 r. - dane prognozowane) i globalnym PKB (2015 r. - dane prognozowane). Kapitalizacja rynkowa: sierpień 2015 r. Dodatkowe informacje dotyczące podmiotów dostarczających dane można znaleźć na stronie www.franklintempletondatasources.com. Realizacja jakichkolwiek prognoz lub szacunków nie jest w żaden sposób gwarantowana.

Dwa najważniejsze czynniki wpływające na rynki wschodzące: Fed i Chiny

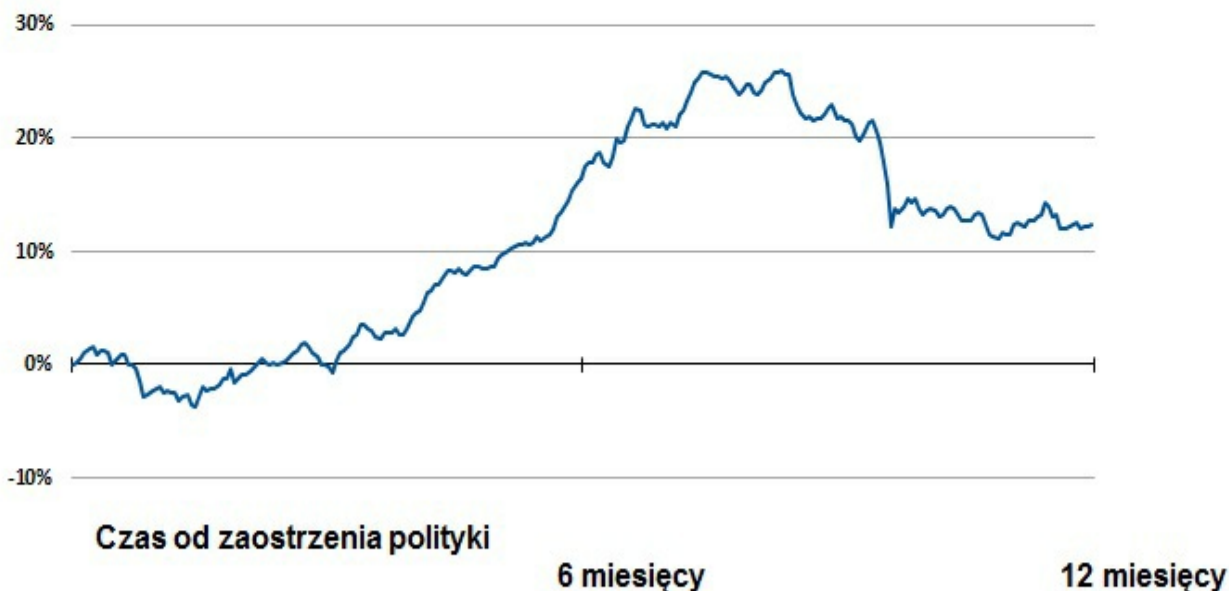
W naszej ocenie, można wskazać dwa najważniejsze czynniki, które miały decydujący wpływ na tegoroczne wyniki rynków wschodzących: prawdopodobieństwo zaostrzenia polityki pieniężnej przez Rezerwę Federalną USA (Fed) oraz obawy przed spowolnieniem wzrostu gospodarczego w Chinach. Uważamy, że rynki zareagowały zbyt emocjonalnie na możliwość wzrostów stóp procentowych w USA. Warto zauważyć, że kilka banków centralnych z rynków wschodzących wzywa Fed do podwyższenia stóp, aby skończyć z przedłużającą się niepewnością.

W przeszłości, podobne mocne wahania na rynkach (a w szczególności spadki) obserwowaliśmy przed spodziewanym zaostrzeniem polityki przez Fed na giełdach i rynkach walutowych w krajach zaliczanych do rynków wschodzących. Niemniej jednak, gdy przeszłe cykle wzrostów stóp procentowych w USA faktycznie się rozpoczynały, ceny akcji odrabiały straty, co ilustruje nasze założenie, że rynki mają tendencję do wyceniania najgorszego możliwego scenariusza. Średnioroczne wyniki indeksu MSCI Emerging Markets po podwyżkach stóp procentowych przez Fed wynosiły 12,4%.^[1] Jak widać na poniższym wykresie, po pierwszych etapach ostatnich trzech okresów zaostrzenia polityki pieniężnej przez Fed w latach 1994, 1999 i 2004, na rynkach nie doszło do załamania.

Średnioroczny skumulowany zwrot po zastrzeniu polityki przez Fed

MSCI Emerging Markets Index - Od 4 lutego 1994 r.

Trzy okresy zastrzania polityki: 1994 r., 1999 r. i 2004 r.



Źródła: MSCI, FactSet; dane na dzień 30 września 2015 r. Rynki wschodzące według indeksu MSCI Emerging Markets Index. Indeksy nie są zarządzane, a bezpośrednia inwestycja w indeks nie jest możliwa. Dodatkowe informacje dotyczące podmiotów dostarczających dane można znaleźć na stronie www.franklintempletondatasources.com. Realizacja jakichkolwiek prognoz lub szacunków nie jest w żaden sposób gwarantowana. **Wyniki historyczne nie gwarantują wyników przyszłych.**

Gdyby Fed zdecydował się na kilka szybkich i agresywnych podwyżek, mogłoby to niekorzystnie odbić się na rynkach wschodzących, ale taki scenariusz wydaje nam się mało prawdopodobny. Wzrost międzynarodowych koncernów z USA (a w konsekwencji także całej gospodarki amerykańskiej) jest silniej uzależniony od krajów zaliczanych do rynków wschodzących (a w szczególności krajów azjatyckich) niż podczas przeszłych cykli podwyżek stóp. Dziś mamy zatem silniejsze sprzężenie zwrotne, a spadek tempa wzrostu na rynkach wschodzących i deprecjacja walut może mieć znacznie większy bezpośredni wpływ na wzrost gospodarczy w USA, a w konsekwencji także na swobodę Fedu do podwyższania stóp procentowych. Nie możemy, ponadto, zapominać, że inne banki centralne poza USA, m.in. w Europie, Japonii czy Chinach, zwiększają płynność poprzez luzowanie ilościowe lub cięcia stóp procentowych.

Jeżeli chodzi o konsekwencje spadku dynamiki wzrostu w Chinach, w tym przypadku panika inwestorów także jest, według nas, nieuzasadniona. Choć media koncentrowały się tego lata na wahaniach na chińskim rynku akcji oraz nieskutecznych rządowych interwencjach obliczonych na bezpośrednie wsparcie kursów papierów, my wciąż jesteśmy przekonani, że działania rządu mające na celu ogólne zrównoważenie gospodarki przyniosą efekty. Wzloty i upadki chińskiego rynku dominują na pierwszych stronach gazet, ale my przewidujemy, że ostatnie spadki kursów akcji w Chinach kontynentalnych będą miały ograniczony wpływ na gospodarkę w ujęciu ogólnym, biorąc pod uwagę niski poziom aktywów gospodarstw domowych ulokowanych w akcjach (według naszych badań niższy niż 20%). Ponieważ ekspozycja gospodarstw domowych na lokalne rynki akcji jest bardzo mała, sądzimy, że nawet rynkowy krach w Chinach nie miałby większego wpływu na zamożność obywateli.

Ponadto, rząd systematycznie podejmuje próby rozwiązywania strukturalnych problemów gospodarki, w szczególności tych dotyczących zadłużenia, m.in. poprzez przenoszenie kredytów zagrożonych z banków do organizacji zarządzających aktywami, podwyższanie rezerw bankowych przeznaczonych na pokrycie niespłacanych terminowo kredytów czy rozwój lokalnych rynków rządowych papierów dłużnych. Co więcej, choć zagregowane zadłużenie jest względnie duże jak na poziom ekonomicznego rozwoju Chin, kraj ten ma jednocześnie ogromne aktywa państwowe, takie jak rezerwy walutowe i spółki skarbu państwa, które zapewniają mu równowagę. Ciągły dynamiczny wzrost płac i błyskawicznie rosnąca liczba miejsc pracy w usługach (w szczególności w sektorze prywatnym) dodatkowo przyczyniają się do zniwelowania wpływu spadku dynamiki na rynku nieruchomości mieszkaniowych i malejącej liczby miejsc pracy w sektorze produkcji. Większa elastyczność renminbi to kolejny mile widziany krok w kierunku liberalizacji rynku finansowego.

Gospodarki azjatyckie wydają się być w dobrej kondycji

Z punktu widzenia całego szeregu parametrów, takich jak deficyty na rachunkach obrotów bieżących, rezerwy walutowe czy stosunek zadłużenia w walutach lokalnych do długu zaciągniętego w dolarach amerykańskich, wiele gospodarek azjatyckich wygląda na znacznie bardziej odporne niż w przeszłości.

Szczególnym przykładem są Indie, stanowiące ilustrację rozbieżności pomiędzy nastrojami a fundamentami ekonomicznymi. Indyjska waluta straciła na wartości ok. 5% w stosunku do dolara amerykańskiego^[2], ale choć ta deprecjacja jest porównywalna ze spadkami i wahaniami z 2013 r., które wiązano z zaostrzeniem polityki przez Fed, Indie są dziś znacznie silniejsze z makroekonomicznego punktu widzenia. Komercyjne zadłużenie w Indiach utrzymuje się na bardzo rozsądnym, według nas, poziomie 185 mld USD^[3], a w przeszłości refinansowanie długu nigdy nie stanowiło większego problemu, nawet w burzliwych okresach. Co ważniejsze, od końca 2013 r. deficyt na indyjskim rachunku obrotów bieżących poprawił się z 88 mld USD do niecałych 20 mld USD^[4], rezerwy walutowe pokrywają dziś 10-miesięczny import (w porównaniu z 7-miesięcznym pokryciem importu pod koniec 2013 r.)^[5], a perspektywy dla bezpośrednich inwestycji zagranicznych poprawiły się wraz z wyborem premiera Narendry Modiego.

Uważamy, że szczególnie duży potencjał wzrostowy ma region Azji Południowo-Wschodniej; takie kraje, jak Mjanma, Laos, Kambodża czy [Wietnam](#) zaczynają wprowadzać zasady gospodarki rynkowej, udostępniając tym samym niewykorzystane i niedoszacowane zasoby (surowcowe i ludzkie), które mogą zostać wykorzystane przez przedsiębiorców z bardziej rozwiniętych regionalnych gospodarek z korzyścią dla obydwu stron. Szczególnie dobrze radzi sobie Wietnam; według prognoz Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW), PKB tego kraju ma w tym roku wzrosnąć o 6,5%^[6] co byłoby wynikiem przewyższającym wzrost całej kategorii rynków wschodzących. Korzystne dla Wietnamu powinny okazać się także ostatnie umowy handlowe, w tym porozumienie [z UE](#) oraz wejście do planowanego Partnerstwa Transpacyficznego, które otworzy nowe rynki eksportowe.

Nawet bardziej dojrzałe gospodarki regionu, takie jak Indonezja, Tajlandia czy Malezja, wciąż mają, naszym zdaniem, znaczący potencjał wzrostowy, związany z korzystnymi czynnikami demograficznymi, trwającą urbanizacją czy reformami strukturalnymi dającymi nadzieję na dalsze postępy ekonomiczne.

Region ten ma oczywiście przed sobą także pewne wyzwania w krótkiej perspektywie. Kurs indonezyjskiej waluty do dolara amerykańskiego spadł od początku roku o ok. 9%^[7], ale kondycja makroekonomiczna Indonezji poprawiła się od azjatyckiego kryzysu finansowego w 1997 r., a kraj ten jest dziś lepiej przygotowany, by poradzić sobie z zaostrzeniem polityki pieniężnej w USA niż w przeszłości. Ponadto, niedawne przetasowania w prezydenckim zespole ds. gospodarki mogą sygnalizować ponowną koncentrację na wdrażaniu pro wzrostowych i antykorupcyjnych reform. Na etapie planowania lub realizacji jest kilka ważnych projektów, takich jak budowa płatnej autostrady na Sumatrze, plany budowy ponad 20 portów czy ambitny program inwestycji w energetykę.

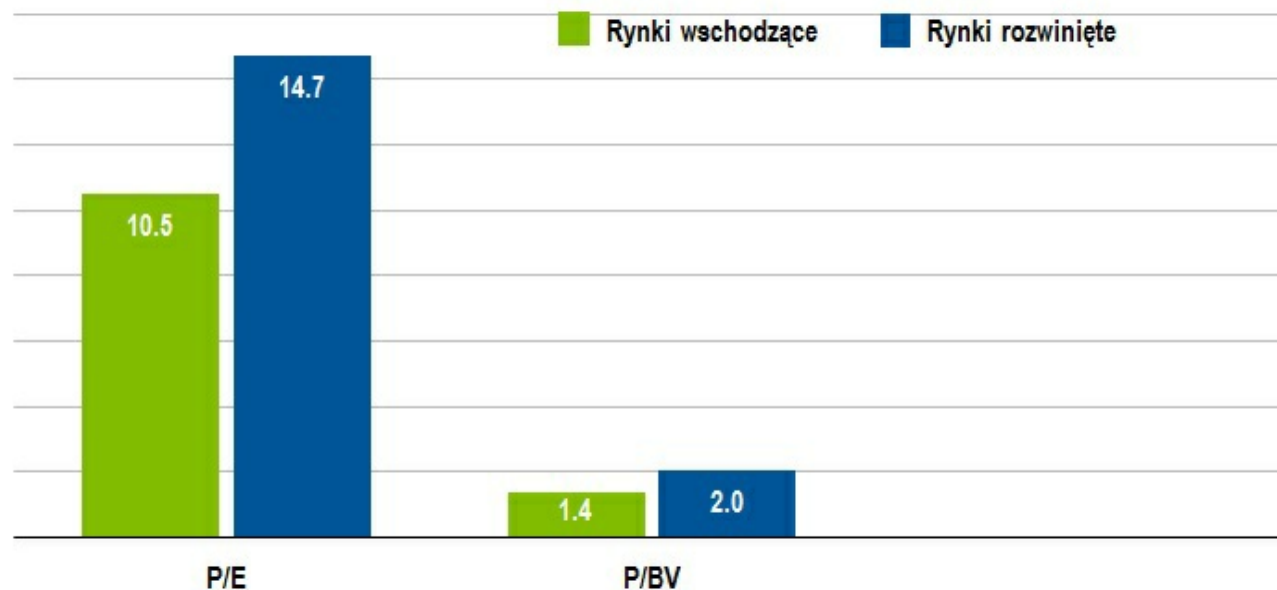
Znaczący wpływ na rozczarowujący wzrost gospodarczy w Tajlandii w ciągu ostatnich kilku lat ma słaba skuteczność rządu w realizacji planowanych inwestycji w infrastrukturę. W 2014 r., zawirowania polityczne spowodowały, że nie wypłacono dużej części przeznaczonych na te cele środków budżetowych. Podobna sytuacja ma miejsce w 2015 r.: rząd wciąż ma problemy z pełną wypłatą funduszy, które są najdotkliwiej odczuwalne w obszarze infrastruktury. Obserwatorzy spodziewają się przyspieszenia wzrostu w 2016 r.[\[8\]](#), gdy rząd uruchomi krótkoterminową stymulację budżetową (ukierunkowaną przede wszystkim na obszary wiejskie i mającą formę kredytów i inwestycji w infrastrukturę), połączoną z dużymi długoterminowymi projektami infrastrukturalnymi, począwszy od linii metra w Bangkoku, a skończywszy na ogólnokrajowych drogach i sieciach kolejowych. Co istotne, Chiny i Japonia wyraziły zainteresowanie doinwestowaniem kilku projektów, co może być źródłem dodatkowego kapitału. W ujęciu łącznym, same wspomniane plany infrastrukturalne powinny przyspieszyć wzrost PKB w perspektywie kolejnych czterech lat. Są także rozległe plany stymulacji dynamiki w sektorze prywatnym i bezpośrednich inwestycji zagranicznych, które – w połączeniu z ostatnią poprawą danych o eksporcie – mogą zapewnić znaczący bodziec dla wzrostu gospodarczego w Tajlandii. Uważamy, że banki w Tajlandii powinny mieć dobrą pozycję, by zyskać na tej poprawie warunków makroekonomicznych.

Wartość na rynkach wschodzących

Jako inwestorzy działający na rynkach wschodzących, koncentrujemy się przede wszystkim na modelach biznesowych i fundamentach poszczególnych spółek, a nie na bardziej ogólnych założeniach makroekonomicznych. Ostrożnie zwiększamy ekspozycję na spółki, w których wciąż dostrzegamy solidny długoterminowy potencjał, ale które w ostatnim czasie były wyprzedawane bez poważniejszych powodów. Jeżeli chodzi o prognozy na przyszłość, należy wspomnieć, że okresy wzmożonych napięć na rynkach finansowych oferują często największy potencjał wzrostowy w średniej perspektywie. Obecnie rynki wschodzące wydają się być niedoszacowane w stosunku do rynków rozwiniętych z punktu widzenia wskaźników cen do zysków i cen do wartości księgowej. Choć wzmożona zmienność rynkowa może budzić nerwowość, nasz proces inwestycyjny pozwala nam wybiegać myślami poza bieżące wydarzenia i kupować papiery dobrze zarządzanych liderów wzrostu z różnych rynków wschodzących po atrakcyjnej cenie. Wiele rynków wschodzących niewątpliwie zmaga się z trudnościami, ale wierzymy, że zawsze można znaleźć możliwości, które przyniosą wyniki przy kolejnym zwrocie sytuacji rynkowej.

Ceny do zysków, ceny do wartości księgowej

Dane na wrzesień 2015 r.



Wskaźnikami wyceny są ceny do zysków i ceny do wartości księgowej. Wskaźnik ceny do zysków (C/Z lub z ang. P/E - „price/earnings”) dla danej akcji stanowi porównanie ceny akcji z zyskami spółki na jedną akcję. Wskaźnik C/Z dla indeksu to średnia ważona wskaźników ceny do zysku wszystkich papierów ujętych w indeksie. W przypadku pojedynczej spółki, wskaźnik ceny do wartości księgowej (C/WK lub z ang. P/B - „price/book value”) obliczany jest poprzez podzielenie aktualnej ceny akcji przez wartość księgową (lub wartość netto) spółki przypadającą na jedną akcję. Wskaźnik C/WK dla indeksu to średnia ważona wskaźników ceny do wartości księgowej wszystkich papierów ujętych w indeksie.

Źródło: MSCI, dane na dzień 30 września 2015 r. Stopy zwrotu indeksów zakładają reinwestycję dywidend. Indeksy nie są zarządzane, a bezpośrednia inwestycja w indeks nie jest możliwa. Rynki wschodzące według indeksu MSCI Emerging Markets Index; rynki rozwinięte według indeksu MSCI World Index. Dodatkowe informacje dotyczące podmiotów dostarczających dane można znaleźć na stronie www.franklintempletondatasources.com. **Wyniki historyczne nie gwarantują wyników przyszłych.**

Komentarze, opinie i analizy Marka Mobiusa wyrażają wyłącznie jego osobiste poglądy, są przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowią indywidualnych porad inwestycyjnych ani zachęty do kupna, sprzedaży ani utrzymywania jakichkolwiek papierów wartościowych czy stosowania jakiejkolwiek strategii inwestycyjnej. Informacje zawarte w niniejszym dokumencie nie mają charakteru porad prawnych ani podatkowych. Informacje zawarte w niniejszym dokumencie są aktualne wyłącznie na dzień publikacji, mogą ulec zmianie bez uprzedniego powiadomienia i nie stanowią kompletnej analizy wszystkich istotnych faktów dotyczących jakiegokolwiek kraju, regionu, rynku czy inwestycji.

Dane pochodzące z zewnętrznych źródeł mogły zostać wykorzystane na potrzeby opracowania niniejszego dokumentu. Takie dane nie zostały odrębnie zweryfikowane, potwierdzone ani poddane kontroli przez Franklin Templeton Investments („FTI”). FTI nie ponosi żadnej odpowiedzialności za jakiegokolwiek straty wynikające

z wykorzystania jakichkolwiek informacji zawartych w niniejszym dokumencie; inwestor może opierać swe decyzje na przedstawionych tutaj opiniach lub wynikach analiz wyłącznie na własne ryzyko. Produkty, usługi i informacje mogą nie być dostępne pod niektórymi jurysdykcjami i są oferowane przez podmioty powiązane z FTI

i/lub przez dystrybutorów, w zależności od lokalnie obowiązujących przepisów. Aby dowiedzieć się, czy dane produkty i usługi są dostępne pod określoną jurysdykcją, należy skonsultować się z profesjonalnym doradcą finansowym.

Jakie jest ryzyko?

Wszelkie inwestycje wiążą się z ryzykiem, włącznie z ryzykiem utraty zainwestowanego kapitału. Z inwestowaniem na rynkach zagranicznych związane jest określone ryzyko, m.in. ryzyko wahań kursów walut i ryzyko niestabilnej sytuacji gospodarczej i 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. Akcje mniejszych spółek charakteryzują się generalnie większą zmiennością wyceny niż papiery dużych przedsiębiorstw, szczególnie w krótkiej perspektywie.

[1] Źródła: FactSet, MSCI. Dodatkowe informacje dotyczące podmiotów dostarczających dane można znaleźć na stronie www.franklintempletondatasources.com. Wyniki historyczne nie gwarantują wyników przyszłych. Indeksy nie są zarządzane, a bezpośrednia inwestycja w indeks nie jest możliwa.

[2] Źródło: Bloomberg, dane na 9 listopada 2015 r.

[3] Źródło: CLSA Research, sierpień 2015 r.

[4] Źródło: Bank Rezerw Indii, czerwiec 2015 r.

[5] Ibid.

[6] Źródło: MFW, baza danych „*World Economic Outlook*”, październik 2015 r. Realizacja jakichkolwiek prognoz lub szacunków nie jest w żaden sposób gwarantowana.

[7] Źródło: Bloomberg, dane na 9 listopada 2015 r.

[8] Według prognoz MFW, wzrost PKB w Tajlandii ma sięgnąć 2,5% w 2015 r. i 3,2% w 2016 r. Źródło: MFW, baza danych „*World Economic Outlook*”, październik 2015 r. Realizacja jakichkolwiek prognoz lub szacunków nie jest w żaden sposób gwarantowana.