

ARTYKUŁY GOŚCINNE

Obalamy mity na temat nowych rynków wschodzących

czerwiec 01, 2017



Carlos Hardenberg
Senior Vice President and Managing Director
Templeton Emerging Markets Group

Nowe rynki wschodzące są wprawdzie niewielkim podzbiorem w całej grupie rynków wschodzących, ale stanowią, według nas, ważny segment tej kategorii i oferują potencjalnie atrakcyjne możliwości. Poprosiłem mojego kolegę Carlosa Hardenberga, starszego wiceprezesa i dyrektora ds. strategii skoncentrowanych na nowych rynkach wschodzących z zespołu Templeton Emerging Markets Group, by omówił niektóre spośród możliwości, jakie dostrzega w tych dynamicznych warunkach rynkowych oraz rozwiął kilka popularnych mitów.

Wokół nowych (czyli słabiej rozwiniętych) rynków wschodzących narosło kilka mitów, które często zniechęcają inwestorów preferujących rynki rozwinięte lub tradycyjne rynki wschodzące.

Uważamy, że wreszcie pojawiły się sprzyjające warunki, by poddać tę ważną rynkową niszę ponownej ocenie. Można wskazać kilka bardzo kuszących powodów, dla których wielu inwestorów powinno dziś raz jeszcze przyrzeć się nowym rynkom wschodzącym. W dalszej części artykułu omówię te powody bardziej szczegółowo, ale można je podsumować w następujący sposób:

- oczekiwania dynamicznego wzrostu gospodarczego;
- konsekwentny rozwój makroekonomiczny;
- mocno zaniżone wyceny;
- niska korelacja.

Obalamy mity

Na początku jednak zajmijmy się pokutującymi mitami na temat nowych rynków wschodzących, wśród których te najbardziej rozpowszechnione dotyczą braku płynności, niskiej kapitalizacji rynkowej i obniżonych standardów ładu korporacyjnego.

Każdy z tych zarzutów można uznać za słuszny, jeżeli weźmiemy pod lupę tylko wybrane rynki, ale znacznie lepszym kontekstem dla oceny tych czynników są, według nas, globalne możliwości dostępne w całym spektrum nowych rynków wschodzących. Organizacje publikujące indeksy w różny sposób definiują nowe rynki wschodzące, ale my nie trzymamy się ściśle tych definicji ani ram, co zapewnia nam większą elastyczność w poszukiwaniach możliwości poza granicami wytyczonymi przez dany benchmark. Nowe rynki wschodzące postrzegamy szerzej jako młode lub nowe rynki znajdujące się na wcześniejszym etapie rozwoju gospodarczego w porównaniu z większymi rynkami wschodzącymi; generalnie są to rynki osiągające wyższe stopy wzrostu, słabiej zbadane przez inwestorów i mające mniejszy udział inwestycji zagranicznych.

Według naszych analiz, dzienne obroty na giełdach papierów wartościowych na nowych rynkach wschodzących każdego dnia sięgają 2,1 mld USD. Rynki te są zatem bardziej płynne, niż się często przypuszcza.

Ponadto szacujemy, że całkowita kapitalizacja rynkowa spółek z nowych rynków wschodzących wynosi 1,7 bln USD. Ponieważ na rynek stale wchodzi nowe spółki, ta wartość także powinna nadal rosnąć.

Aktywne zarządzanie jako droga do wyższego poziomu ładu korporacyjnego

Jeżeli chodzi o obawy związane z ładem korporacyjnym na nowych rynkach wschodzących, należy, według nas, podkreślić pozytywny wpływ aktywnego zarządzania.

Gdy przyjrzymy się rozwojowi rynków wschodzących ogółem na przestrzeni ostatnich dziesięcioleci, zauważymy duże znaczenie relacji pomiędzy własnością a zarządzaniem. Uważamy, że największy wkład w pozytywne zmiany miała bliska współpraca pomiędzy akcjonariuszami a przedsiębiorstwami, a także ciągła wymiana informacji zwrotnych na tej linii.

Tego rodzaju współpracy zwykle nie da się osiągnąć stosując pasywne podejście do inwestowania.

Jeżeli korzystamy z programu komputerowego sugerującego decyzje inwestycyjne lub algorytmu ustalającego udział poszczególnych papierów w portfelu, nie wiadomo kto miałby kontaktować się z zarządem spółki lub głosować na walnych zgromadzeniach w sprawach związanych z ładem korporacyjnym.

Sądzymy, że ma to szczególnie duże znaczenie w przypadku nowych rynków wschodzących.

Przejdźmy teraz do powodów, dla których uważamy, że nowe rynki wschodzące oferują dziś potencjalnie interesujące możliwości dla inwestorów.

Wzrost gospodarczy

Dziesięć najszybciej rosnących obecnie gospodarek na świecie to rynki wschodzące, co nie powinno zaskakiwać zbyt wielu inwestorów. Pewną niespodzianką może być natomiast fakt, że jeżeli odsuniemy na bok Chiny i Indie, w tym rankingu pozostanie nam osiem najbardziej dynamicznych gospodarek, które zaliczane są do kategorii nowych rynków wschodzących.

Przewidujemy, że ten trend szybkiego wzrostu prawdopodobnie utrzyma się także w przyszłości, na co wskazują pewne czynniki ekonomiczne i demograficzne, takie jak niska mediana wieku populacji, przyspieszające procesy urbanizacyjne na nowych rynkach wschodzących w porównaniu z rynkami wschodzącymi i rozwiniętymi oraz niskie ale rosnące dochody per capita.

Dziesięć najszybciej rosnących gospodarek na świecie

to rynki wschodzące, a osiem spośród nich to nowe rynki wschodzące

Średnioroczny wzrost PKB, 2012 r. – 2016 r. oraz prognozy na 2017 r. (%)

	2012–2016	2017 ^P
 ETHIOPIA	9.1	7.5
 CÔTE D'IVOIRE	8.8	8.0
 MYANMAR	7.9	7.7
 UZBEKISTAN	7.7	6.0
 CHINA	7.3	6.2
 D.R. CONGO	7.2	4.2
 CAMBODIA	7.2	6.9
 INDIA	6.9	7.6
 TANZANIA	6.7	7.2
 RWANDA	6.7	6.0

Źródło: Economist Intelligence Unit. Pięć spośród dziesięciu najszybciej rosnących gospodarek na świecie to gospodarki afrykańskie, cztery gospodarki to kraje azjatyckie a jedna to gospodarka ze Wspólnoty Niepodległych Państw. Z rankingu wyłączono kraje o populacji mniejszej niż 10 mln, jak również Irak i Afganistan; 2017 r.(P), na luty 2017 r. Realizacja jakichkolwiek prognoz, założeń lub szacunków nie jest w żaden sposób gwarantowana.

Konsekwentny rozwój makroekonomiczny

Nasz optymizm co do możliwości dostępnych obecnie na nowych rynkach wschodzących opieramy, między innymi, na realnych planach reform proponowanych w wielu krajach zaliczanych do tej kategorii, które stawiają je w znaczącym kontraście w stosunku do świata rozwiniętego.

W gospodarkach rozwiniętych, a w szczególności w Stanach Zjednoczonych i w Europie, dostrzegamy oznaki zwrotu w kierunku restrykcji handlowych i izolacjonizmu, który nie jest, według nas, zbieżny z kierunkiem rozwoju gospodarczego. Z kolei na nowych rynkach wschodzących i niektórych spośród pozostałych rynków wschodzących zauważamy oznaki cichych, ale znaczących działań w kierunku reform.

Istotne znaczenie ma także trajektoria zmian cen surowców. W okresie tzw. boomu w latach 2000–2008, gdy ceny surowców utrzymywały się na wysokich poziomach, nie było zbyt wielkiej motywacji do reform, szczególnie w gospodarkach opartych na eksporcie surowców.

Gdy jednak nastąpił silny wstrząs i ceny surowców dramatycznie spadły, wiele spośród tych krajów musiało zrewidować swoją politykę i powrócić na ścieżkę reform, by móc przyciągać kapitał potrzebny do finansowania dalszego rozwoju.

Podsumowując, aby przyciągać ten kapitał, kraje, a w szczególności nowe rynki wschodzące, muszą pokazać światu, że są w stanie realizować reformy.

Znakomitym przykładem tego mechanizmu jest Argentyna. Po swoim triumfie w wyborach prezydenckich w grudniu 2015 r. pod hasłem „Zmiany”, nowy prezydent Mauricio Macri zrealizował cały szereg reform, włącznie ze zniesieniem elementów kontroli rynku walutowego oraz doprowadzeniem do ugody w trwającym od dekady sporze sądowym, który blokował dostęp Argentyny do międzynarodowych rynków kapitałowych.

W rezultacie tych reform Argentyna mogła powrócić na międzynarodowe rynki kapitałowe i w kwietniu 2016 r. wyemitowała obligacje rządowe o łącznej wartości 16,5 mld USD.

Podobną sytuację obserwujemy obecnie w Egipcie, który wprowadził zmienny kurs waluty, a następnie pozyskał pożyczkę od Międzynarodowego Funduszu Walutowego o wartości 12 mld USD.

Te przykłady pokazują, że dążenia reformatorskie mogą przekładać się na dynamikę ekonomiczną.

Atrakcyjne wyceny przy ograniczonej korelacji

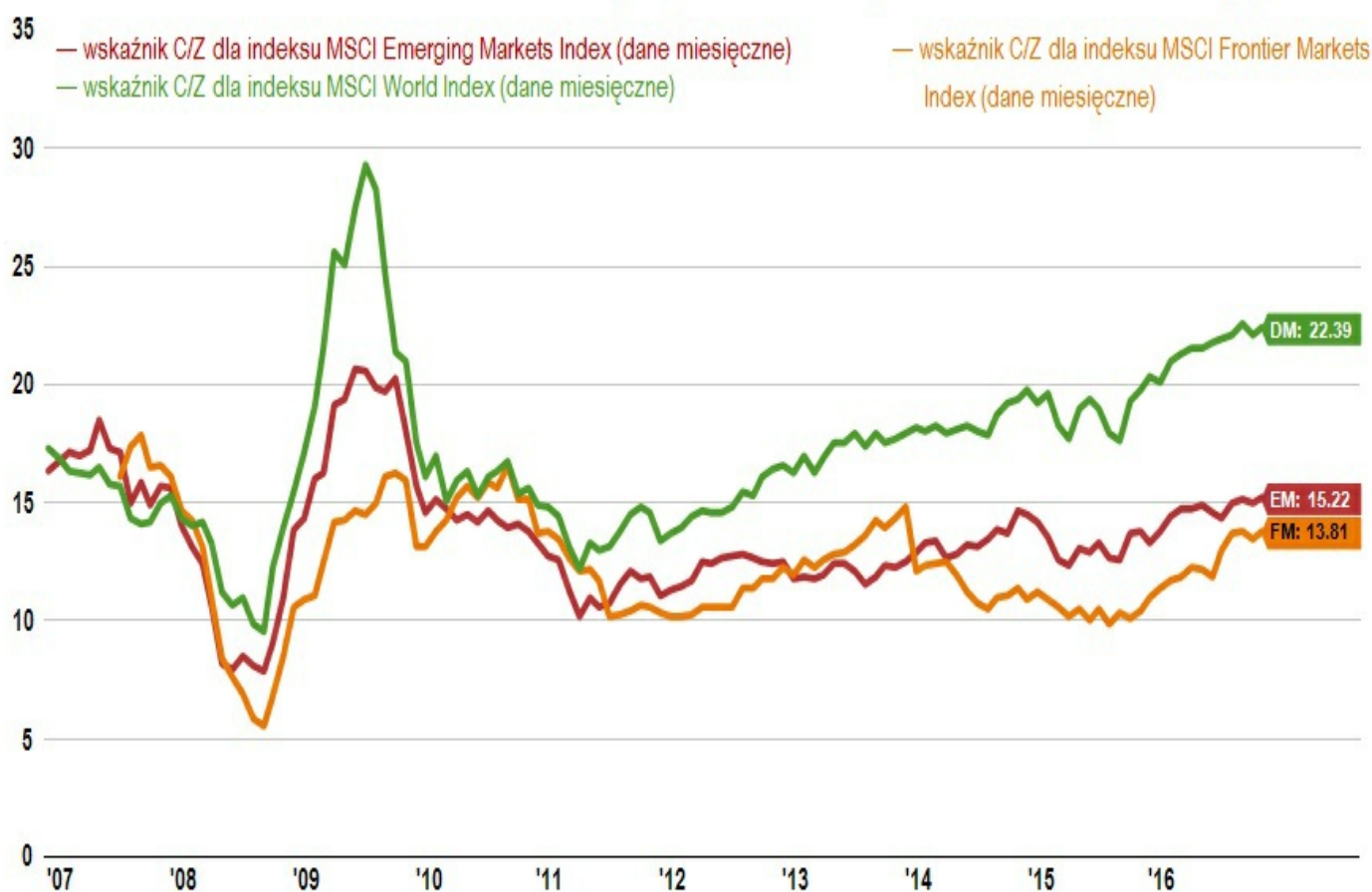
W kontekście atrakcyjności inwestowania na nowych rynkach wschodzących, najważniejszym pojedynczym czynnikiem dla wielu inwestorów zwykle są wyceny.

Kursy akcji spółek z rynków wschodzących są obecnie, według nas, bardzo niskie w porównaniu z cenami akcji przedsiębiorstw z rynków rozwiniętych i rynków wschodzących, co ilustruje poniższy wykres.

Jednocześnie papiery z nowych rynków wschodzących jako klasa aktywów wykazywały w przeszłości bardzo niską korelację^[1] zarówno z takimi rynkami wschodzącymi, jak Chiny, Brazylia czy Indonezja, jak i z rynkami rozwiniętymi, np. Stanami Zjednoczonymi, Japonią czy Wielką Brytanią.

Nowe rynki wschodzące: Wskaźniki cen do zysków (C/Z)

30 kwietnia 2007 r. — 28 kwietnia 2017 r. (na podstawie danych za 12 ostatnich miesięcy)



Source: ©FactSet Research Systems, MSCI, Last Updated: 04/28/2017

Źródła: FactSet, MSCI, dane na dzień 28 kwietnia 2017 r. Indeks MSCI Emerging Markets Index odzwierciedla wyniki akcji dużych i średnich przedsiębiorstw z 23 krajów zaliczanych do rynków wschodzących. Indeks MSCI Frontier Markets Index odzwierciedla wyniki akcji dużych i średnich przedsiębiorstw z 30 krajów zaliczanych do nowych rynków wschodzących. Indeks MSCI World Index odzwierciedla wyniki akcji dużych i średnich przedsiębiorstw z 23 rynków rozwiniętych. Indeksy nie są zarządzane, a bezpośrednia inwestycja w indeks nie jest możliwa. Wyniki historyczne nie wskazują ani nie gwarantują wyników przyszłych. Dodatkowe informacje dotyczące podmiotów dostarczających dane można znaleźć na stronie www.frankintempletondatasources.com.

Wskaźnik ceny do zysków (C/Z) to wskaźnik wyceny akcji obliczany jako iloraz ceny rynkowej na akcję i rocznych zysków na akcję.


Nowe rynki wschodzące: Korelacja

Niska korelacja

Kwiecień 2012 r. — marzec 2017 r., na podstawie miesięcznych procentowych zmian notowań indeksów

	Wielka Brytania	Japonia	USA	Kuwejt	Wietnam	Nigeria	Pakistan	Rumunia	Argentyna	Brazylia	Chiny	Indonezja
Wielka Brytania	1											
Japonia	0,62	1,00										
Stany Zjednoczone	0,81	0,63	1,00									
Kuwejt	0,48	0,34	0,39	1,00								
Wietnam	0,38	0,23	0,35	0,28	1,00							
Nigeria	0,23	0,06	0,12	0,20	0,14	1,00						
Pakistan	0,43	0,20	0,35	0,37	0,26	0,15	1,00					
Rumunia	0,64	0,43	0,51	0,30	0,41	0,20	0,35	1,00				
Argentyna	0,38	0,50	0,41	0,21	0,14	0,04	0,06	0,24	1,00			
Brazylia	0,48	0,45	0,45	0,47	0,32	-0,04	0,29	0,47	0,30	1,00		
Chiny	0,60	0,54	0,52	0,37	0,35	0,26	0,25	0,56	0,36	0,58	1,00	
Indonezja	0,26	0,33	0,34	0,07	0,25	-0,10	0,22	0,06	0,24	0,36	0,20	1,00

 Rynki rozwinięte

 Nowe rynki wschodzące

 Rynki wschodzące

Źródło: MSCI, od lutego 2011 r. do marca 2017 r. Na podstawie miesięcznej procentowej zmiany notowań odpowiednich krajowych indeksów MSCI. Indeksy nie są zarządzane, a bezpośrednia inwestycja w indeks nie jest możliwa. Wyniki historyczne nie wskazują ani nie gwarantują wyników przyszłych. Dodatkowe informacje dotyczące podmiotów dostarczających dane można znaleźć na stronie www.franklintempletondatasources.com.

Korelacja to wskaźnik zgodności kierunku zmian dwóch inwestycji. Korelacja mieści się w przedziale od 1 (zupełna korelacja dodatnia, występująca, gdy dwie klasy aktywów poruszały się w przeszłości w tym samym kierunku) do -1 (zupełna korelacja ujemna, występująca, gdy dwie klasy aktywów poruszały się w przeszłości w przeciwnych kierunkach).

Różnorodność i możliwości

Podobnie jak dzieje się to w przypadku wszystkich rynków wschodzących w ujęciu ogólnym, nieprzygotowani inwestorzy mogą wykazywać tendencję do wrzucania wszystkich nowych rynków wschodzących do jednego worka. Uważamy, że takie podejście jest błędne.

Mierzenie wszystkich rynków jedną miarą może być wręcz jeszcze mniej uzasadnione w przypadku nowych rynków wschodzących, niż w przypadku całej kategorii rynków wschodzących. Różnorodność tych krajów jest, w naszej ocenie, uderzająca. Przykładowo, Wietnam jest całkowicie innym krajem niż Wybrzeże Kości Słoniowej, które z kolei różni się od Nigerii, a ta jest zupełnie innym miejscem niż Rumunia.

Nowe rynki wschodzące różnią się od siebie nawzajem pod wieloma różnymi względami znacznie bardziej niż rynki wschodzące ogółem.

Taka sytuacja jest źródłem zarówno wyzwań, jak i możliwości. Niemniej jednak przewidujemy, że takie reformy, jakie obserwujemy obecnie na nowych rynkach wschodzących doskonale przygotowują grunt pod wzrost obrotów i rozmiarów rynków i tworzą warunki dla coraz większej liczby możliwości inwestycyjnych na rynkach akcji w tym dynamicznym obszarze świata inwestycyjnego.

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 zmienność warunków rynkowych i ekonomicznych, wszelkie komentarze, opinie i analizy są w pełni aktualne wyłącznie w dniu ich publikacji 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.

Informacja natury prawnej

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.

[\[1\]](#) Korelacja to wskaźnik zgodności kierunku zmian dwóch inwestycji. Korelacja mieści się w przedziale od 1 (zupełna korelacja dodatnia, występująca, gdy dwie klasy aktywów poruszały się w przeszłości w tym samym kierunku) do -1 (zupełna korelacja ujemna, występująca, gdy dwie klasy aktywów poruszały się w przeszłości w przeciwnych kierunkach).