

PERSPEKTIVE

O walutach, handlu i innych problemach

sierpień 14, 2018

W pierwszej połowie bieżącego roku rynki wschodzące z trudem stawiały czoła silnej niepewności. Chetan Sehgal z zespołu Templeton Emerging Markets Equity przygląda się problemom, które położyły się cieniem na tej klasie aktywów, takim jak wyższy kurs dolara amerykańskiego czy konflikty handlowe, a także zwraca uwagę na kilka korzystnych długoterminowych czynników fundamentalnych. Autor uważa, że część obaw jest wyolbrzymiona.

Chetan Sehgal**Starszy dyrektor zarządzający****Dyrektor ds. zarządzania portfelami inwestycyjnymi****Franklin Templeton Emerging Markets Equity**

Po kilku dobrych latach w pierwszej połowie 2018 r. rynki wschodzące generalnie zmagają się z trudnościami. Inwestorzy koncentrowali się na negatywnych czynnikach, w tym w szczególności na rosnących stopach procentowych w Stanach Zjednoczonych, mocnym dolarze amerykańskim i niepokojącej sytuacji w handlu. Sądzimy jednak, że część tych obaw jest wyolbrzymiona.

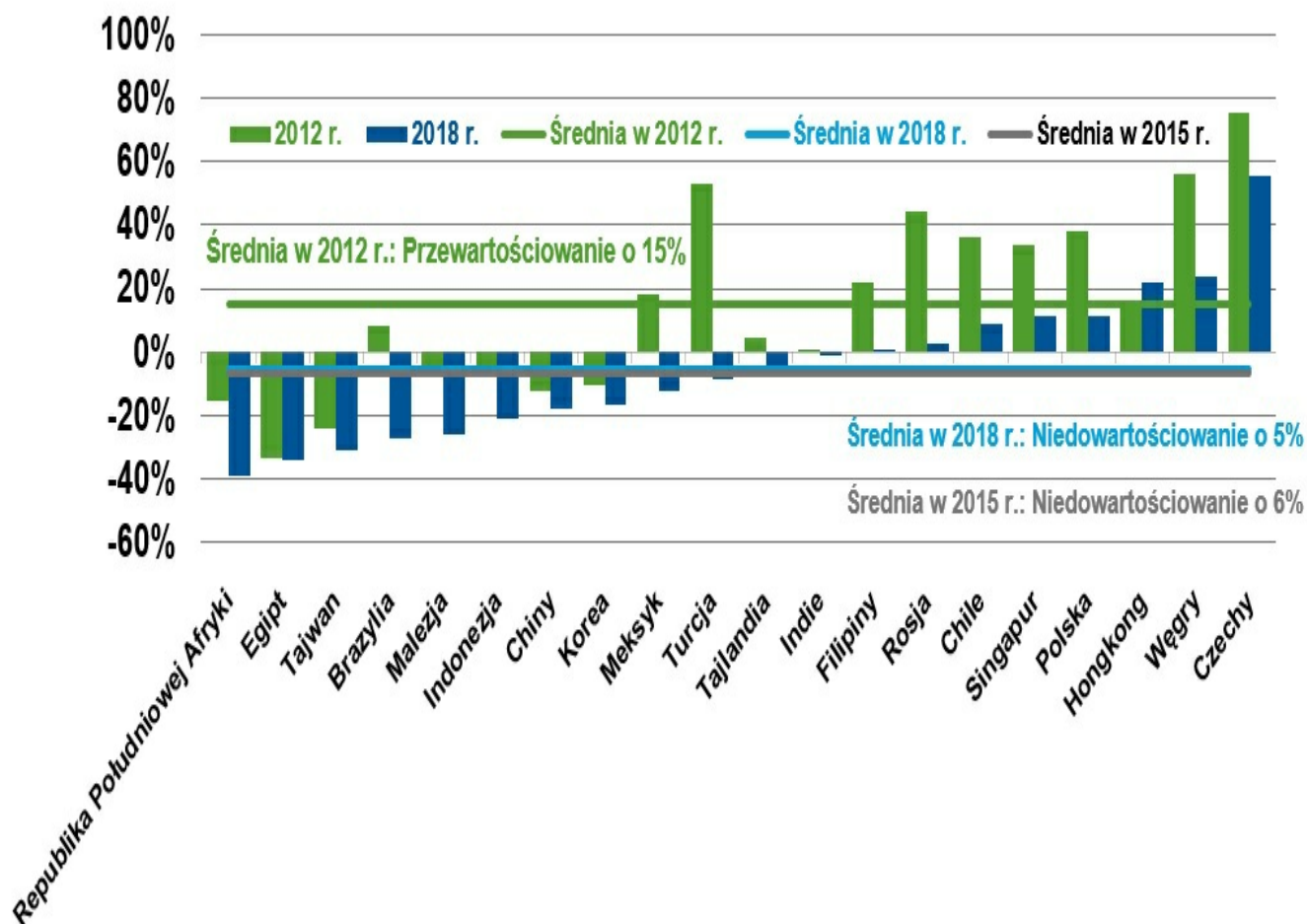
Mamy świadomość, że wzrosty stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych i aprecjacja dolara amerykańskiego, które odzwierciedlają solidną kondycję gospodarki amerykańskiej, mogą mieć wpływ na rynki wschodzące. Dobra koniunktura gospodarcza w Stanach Zjednoczonych to wprawdzie dobra wiadomość dla gospodarki światowej (w tym dla rynków wschodzących), ale wyższe stopy procentowe mogą przekładać się na wzrost kosztów obsługi zadłużenia zewnętrznego denominowanego w dolarach, co z kolei może wywierać — i wywiera — presję na lokalne waluty. Przepływy kapitałowe zmieniły kierunek, odwracając się od rynków postrzeganych jako bardziej „ryzykowne”. Kapitał odpływał w tym roku od akcji spółek z rynków wschodzących, a niektóre waluty osłabiły się do poziomu, w którym wyglądają na niedoszacowane w stosunku do dolara amerykańskiego. Sądzimy, że rynki nie odzwierciedlają obecnie korzystnych czynników fundamentalnych.

W mediach nadal dużo mówi się o niektórych krajach znajdujących się w trudnej sytuacji finansowej, ale warto zauważyć, że rynki te mają niewielkie rozmiary na tle szerokiej klasy aktywów związanych z rynkami wschodzącymi, a ich fundamenty są znacznie słabsze. Przykładowo udział Turcji w indeksie MSCI Emerging Markets Index to zaledwie 2%, w przypadku Pakistanu to 0,5%, a Argentyna nawet nie jest jeszcze w tym indeksie uwzględniona.[\[1\]](#)

Waluty na rynkach wschodzących wydają się niedoszacowane

Wycena najważniejszych walut z rynków wschodzących wg parytetu siły nabywczej 2012 r. a 2018 r.

Wycena w stosunku do USD



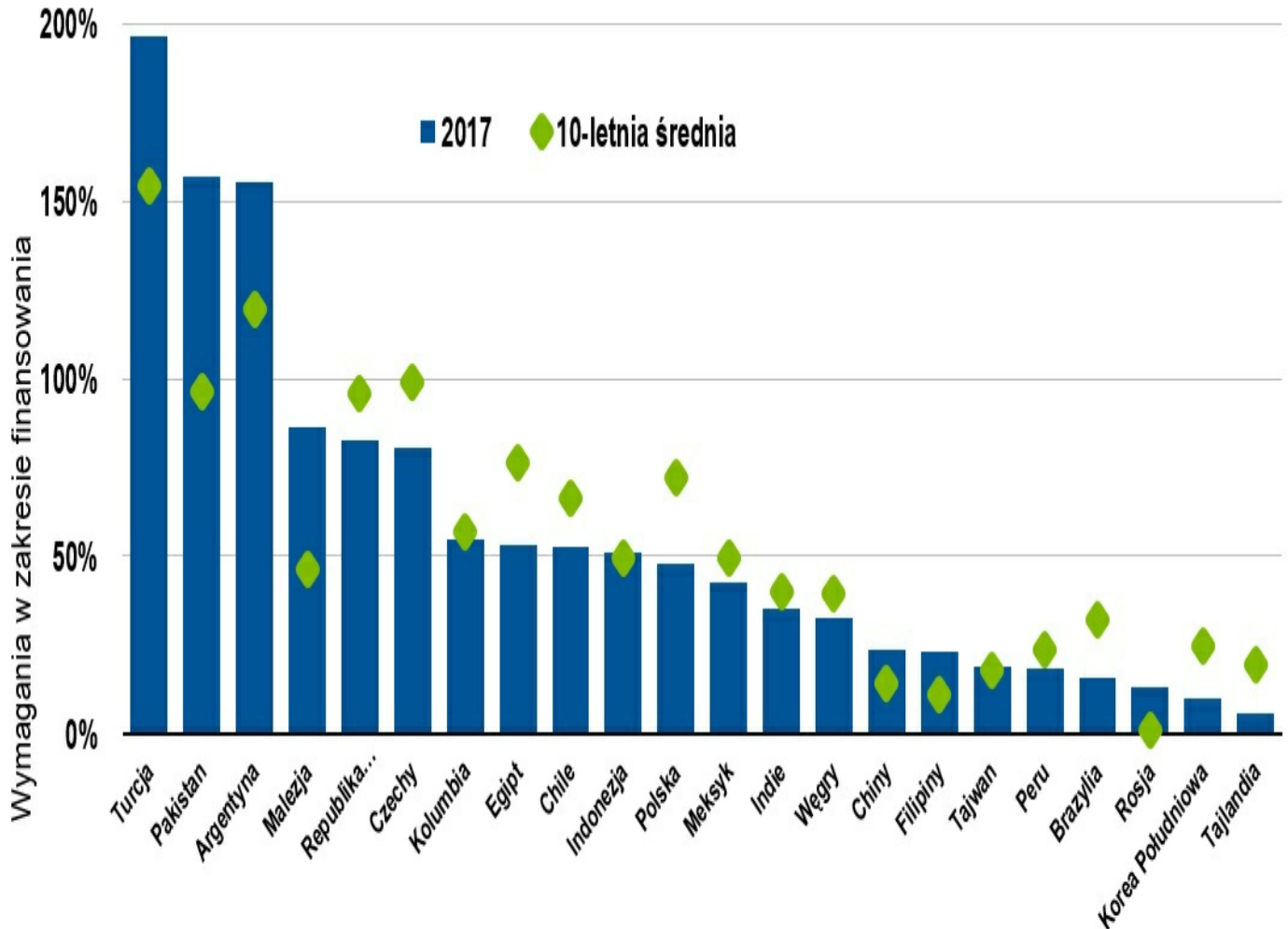
Przedstawione informacje mają charakter wyłącznie ilustracyjny. Wyniki historyczne nie wskazują ani nie gwarantują wyników przyszłych.

Źródła: MFW; FactSet; Franklin Templeton. Dodatkowe informacje dotyczące podmiotów dostarczających dane można znaleźć na stronie www.franklintempletondatasources.com. Poziom bazowy ze stycznia 1990 r.; dane zaktualizowane w czerwcu 2018 r.

Rynki wschodzące: Kryzys?

Ryzyko rozprzestrzeniania się problemów wygląda na ograniczone

Wymagania w zakresie zewnętrznego finansowania brutto (% rezerw walutowych)
2008 r. — 2017 r.



Przedstawione informacje mają charakter wyłącznie ilustracyjny. Wyniki historyczne nie wskazują ani nie gwarantują wyników przyszłych.

Źródło: Factset, MFW, Capital Research. Dane na czerwiec 2018 r. Realizacja jakichkolwiek prognoz, szacunków lub przewidywań nie jest w żaden sposób gwarantowana. Dodatkowe informacje dotyczące podmiotów dostarczających dane można znaleźć na stronie www.franklintempletondatasources.com.

Spojrzenie wstecz i w przyszłość

Rynki dążą do przewidywania przyszłych wydarzeń, lecz zauważyliśmy, że w przypadku rynków wschodzących często te przewidywania okazują się nadmiernie pesymistyczne. Obserwowaliśmy to zjawisko w 2013 r., gdy Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych (Fed) zapowiedziała ograniczanie skali programu luzowania ilościowego, a także w 2015 r., gdy Fed zaczął zaostrzać politykę pieniężną. Nastroje w stosunku do rynków wschodzących były wówczas negatywne. Choć niektóre gospodarki faktycznie były wówczas narażone na ryzyko, w niektórych przypadkach wyceny rynkowe sięgnęły poziomów charakterystycznych dla kryzysu. Gdy okazało się, że kryzys nie nastąpił, zaniżone dotychczas kursy walut zanotowały odbicie. Tymczasowa awersja do ryzyka i lekki wzrost oczekiwań co do stóp procentowych przyczyniły się do ostatniej aprecjacji dolara, ale czas pokaże, czy takie warunki się utrzymają.

Oprócz stóp procentowych i kursu dolara niepokój wśród inwestorów budzą w tym roku potencjalne konsekwencje polityki celnej Stanów Zjednoczonych. Choć wszyscy koncentrują się na amerykańskich cłach, w rzeczywistości wymiana handlowa pomiędzy regionalnymi partnerami zaliczającymi się do rynków wschodzących jest coraz bardziej dynamiczna i coraz bardziej napędza wzrost.

Celem niektórych zmian w amerykańskiej polityce celnej były Chiny, które jednak stały się znaczącą przeciwwagą dla Stanów Zjednoczonych pod względem wolumenu i wartości wymiany handlowej w całej Azji i pomiędzy rynkami wschodzącymi ogółem. Chiny są największym rynkiem eksportowym dla całego szeregu państw i dążą do umacniania stosunków handlowych poza Stanami Zjednoczonymi. W reakcji na opłaty celne nałożone przez Stany Zjednoczone Chiny zmniejszyły lub zniosły cła na towary importowane z kilku krajów z regionu, takich jak Korea Południowa, Indie, Bangladesz czy Laos, co może pomóc tym gospodarkom przetrwać czas konfliktu handlowego ze Stanami Zjednoczonymi.

Długofalowa perspektywa

W Stanach Zjednoczonych niedawne cięcia podatków wprawdzie wsparły wzrost gospodarczy i wywołały wzrost cen aktywów, ale jednocześnie podsyciły strach przed inflacją i przyczyniły się do wzrostu stóp procentowych. Należy zauważyć, że cięcia podatków w Stanach Zjednoczonych są finansowane deficytem budżetowym, co w dłuższej perspektywie powinno wywierać presję spadkową na dolara amerykańskiego.

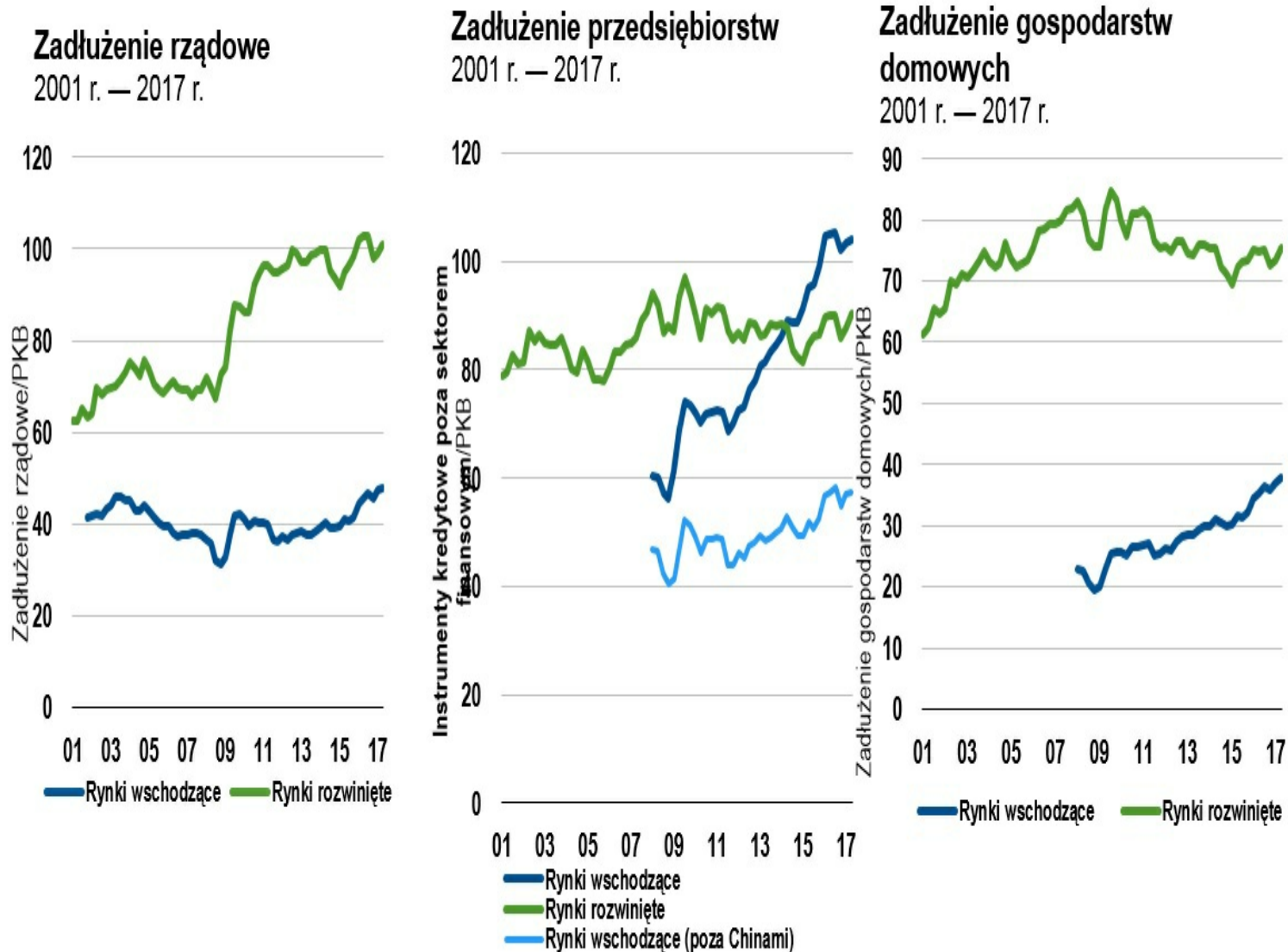
Dostrzegamy wiele powodów do optymizmu w kontekście rynków wschodzących.

- **Wzrost produktu krajowego brutto na rynkach wschodzących od wielu lat generalnie przewyższa wzrost na rynkach rozwiniętych i nic nie wskazuje, według nas, na to, by ten trend miał się odwrócić.**
- **Dynamika generowania przepływów pieniężnych** znacząco wzrosła, co, w połączeniu z większą dyscypliną alokacji kapitału, przekłada się na wyższe zwroty dla udziałowców i sprzyja delewarowaniu bilansów spółek.
- **Wzrost zysków** także jest stabilny, nawet bez cięć podatków tymczasowo zawyżających dane o zyskach w Stanach Zjednoczonych. Obserwujemy sekularne przesunięcie w kierunku krajowych motorów wzrostu takich jak technologie czy konsumpcja na rynkach wschodzących. Pomimo tych dobrych wiadomości wyceny akcji stały się jeszcze niższe.
- Poprawia się także stan **deficytów na rachunkach obrotów bieżących** wielu rynków wschodzących, które w ujęciu zagregowanym notują nadwyżkę, co jest ogromną zmianą w porównaniu z początkowym okresem zaostrzania polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych w 2013 r.
- **Instrumenty dłużne na rynkach wschodzących** denominowane w walutach lokalnych mają obecnie przewagę nad dolarowymi papierami dłużnymi, co stanowi dużą zmianę w porównaniu z poprzednimi dekadami. W połączeniu ze zmiennymi kursami walut niweluje to ewentualny niekorzystny wpływ wzrostów stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych.

Podczas gdy rynki uwzględniają strach i niepewność w wycenach aktywów, wiele gospodarek zaliczających się do rynków wschodzących wydaje się mieć znacznie lepszą kondycję w porównaniu z okresami korekt w przeszłości.

Wyższe stopy mogą mieć nieproporcjonalny wpływ na rynki rozwinięte

Rynki wschodzące a rynki rozwinięte: Zadłużenie



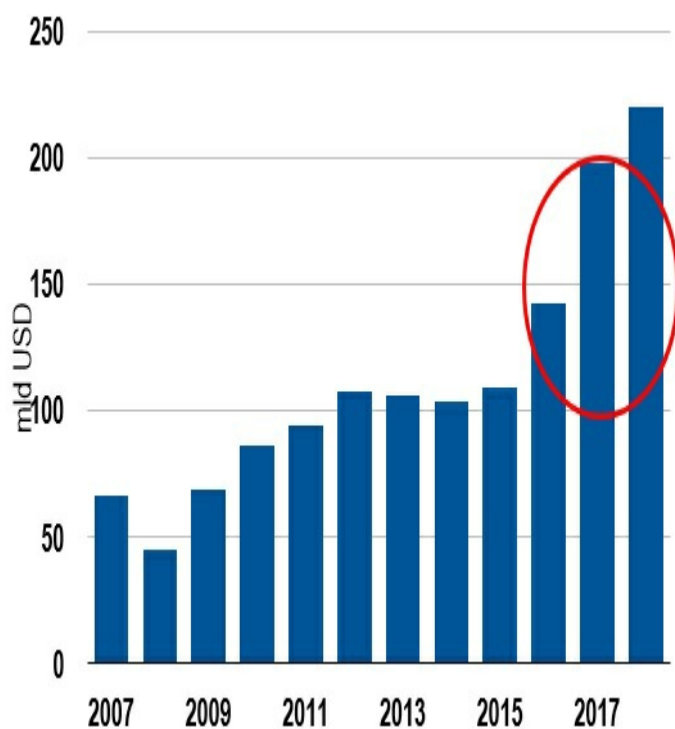
Przedstawione informacje mają charakter wyłącznie ilustracyjny. Wyniki historyczne nie wskazują ani nie gwarantują wyników przyszłych.

Źródło: Bank Rozrachunków Międzynarodowych (BIS); grudzień 2017 r., instrumenty kredytowe spoza sektora finansowego* ze wszystkich sektorów po wartości rynkowej — % PKB; *spółki spoza sektora finansowego (zarówno prywatne, jak i publiczne).

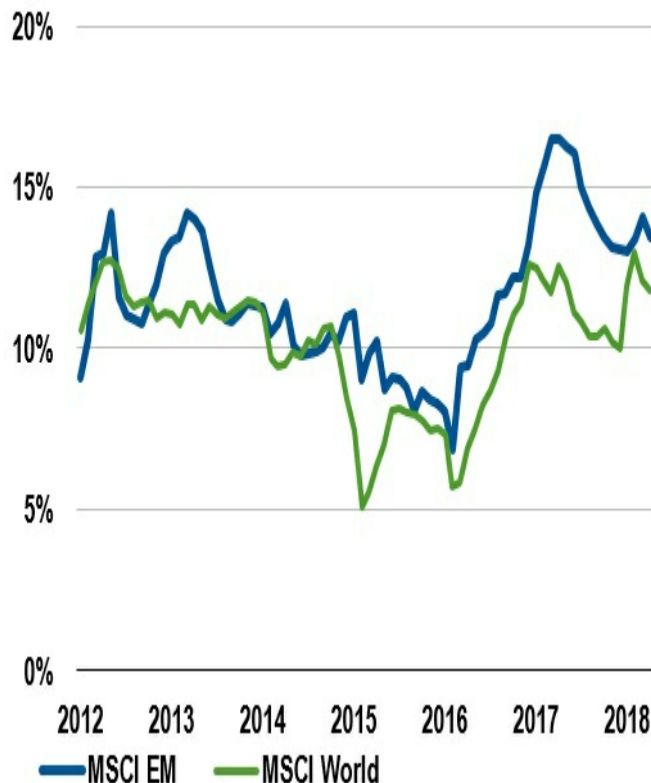
Potencjał do generowania zysków i przepływy pieniężne wciąż się poprawiają

Wzrost przepływów wolnej gotówki, wzrost zysków na akcję

Azja poza Japonią — przepływy wolnej gotówki
2007 r. — 2018 r.(P)



Oczekiwania co do zysków spółek z rynków wschodzących rosną
styczeń 2012 r. — czerwiec 2018 r.



Przedstawione informacje mają charakter wyłącznie ilustracyjny. Wyniki historyczne nie wskazują ani nie gwarantują wyników przyszłych. Realizacja jakichkolwiek prognoz lub szacunków nie jest w żaden sposób gwarantowana. Wzrost prognozowanych 12-miesięcznych zysków na akcję Dane na czerwiec 2018 r.

Źródła: FactSet, Merrill Lynch, MSCI, dane szacunkowe IBES. Indeks MSCI Emerging Markets (EM) Index odzwierciedla wyniki akcji dużych i średnich przedsiębiorstw z 24 krajów zaliczanych do 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. Indeksy nie uwzględniają opłat, kosztów ani obciążeń naliczanych przy sprzedaży. MSCI nie udziela żadnych gwarancji ani nie ponosi żadnej odpowiedzialności w związku z przedstawionymi danymi MSCI. Dalsze rozpowszechnianie lub wykorzystywanie jest zabronione. Niniejszy raport nie został zatwierdzony ani opracowany przez MSCI. Dodatkowe informacje dotyczące podmiotów dostarczających dane można znaleźć na stronie www.franklintempletondatasources.com.

Asymetryczna reakcja rynku na spory handlowe

Niezależnie od tego, czy będziemy mówić o wojnie handlowej, czy użyjemy innego terminu, reakcja rynku na cła nakładane w tym roku przez Stany Zjednoczone i odwetową politykę celną Chin i innych krajów jest bardzo asymetryczna. Po II wojnie światowej generalnie panował rynkowy konsensus, że wolny handel jest korzystny dla wszystkich (na poziomie makroekonomicznym) — dzięki niemu każdy wygrywa. Wojna handlowa oznaczałaby zatem, że każdy przegrywa.

Reakcja rynku sugeruje jednak, że wojna handlowa pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a Chinami byłaby niekorzystna dla Chin, ale praktycznie nie ma żadnego wpływu na Stany Zjednoczone. Taki wniosek można byłoby wyciągnąć z rozbieżności wyników rynków akcji i wartości walut obydwu krajów.

Należy zauważyć, że podczas gdy przenoszenie produkcji i łańcuchów dostaw przez technologicznych gigantów na rynki zagraniczne przyczynia się do pogłębiania deficytu handlowego, tańsza zagraniczna produkcja to podstawowy czynnik generujący wysokie marże, które zwiększają zagregowane zyski amerykańskich spółek. Tym korzyściom towarzyszą jednak także pewne koszty.

Przyglądając się wycenom chińskich spółek i fundamentalnej kondycji chińskiej gospodarki, postrzegamy ostatnią korektę jako okazję do zakupów po korzystnych cenach. Choć dostrzegamy istniejące problemy, widzimy także, że reformatorska polityka rządu jest kontynuowana. Przywódcy zapowiadają działania mające stymulować wzrost takie jak cięcia podatków i wydatki na infrastrukturę. Uważamy, że rynki wyceniają zbyt pesymistycznie scenariusz rozwoju napięć handlowych zarówno dla samych Chin, jak i bardziej ogólnie dla rynków wschodzących.

Druga połowa 2018 r. powinna być, według nas, lepsza z kilku powodów. Sądzymy, że po letnim okresie awersji do ryzyka nastroje inwestorów mogą się poprawić. Inne czynniki sezonowe to potencjalny wzrost wydatków na konsumpcję w związku z przypadającymi pod koniec roku wydarzeniami, takimi jak Dzień Singla w Chinach czy Czarny Piątek w Stanach Zjednoczonych, a także obchodzonymi na całym świecie świętami takimi jak Dzień Dziękczynienia, Diwali czy Boże Narodzenie. Co więcej, sprzedaż samochodów w Chinach zwykle osiąga poziomy szczytowe w okolicach grudnia, gdy fabryki ograniczają produkcję w celu zmniejszenia emisji zanieczyszczeń w okresie zimowym.

Choć cała ta dyskusja jest skoncentrowana na czynnikach makroekonomicznych, my, jako inwestorzy, skupiamy się raczej na szczegółach, a nie na ogóle. Dlatego zarówno w Chinach, jak i na każdym innym rynku szukamy wysokiej jakości spółek, które są w stanie, według nas, dobrze sobie radzić w każdych warunkach ekonomicznych.

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.

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] Indeks MSCI Emerging Markets Index odzwierciedla wyniki akcji dużych i średnich przedsiębiorstw z 24 krajów zaliczanych do rynków wschodzących. Indeksy nie są zarządzane, a bezpośrednia inwestycja w indeks nie jest możliwa. Wyniki historyczne nie wskazują ani nie gwarantują wyników przyszłych. MSCI nie udziela żadnych gwarancji ani nie ponosi żadnej odpowiedzialności w związku z przedstawionymi danymi MSCI. Dalsze rozpowszechnianie lub wykorzystywanie jest zabronione. Niniejszy raport nie został zatwierdzony ani opracowany przez MSCI. Ważne uwagi i warunki dotyczące podmiotów dostarczających dane można znaleźć na stronie www.franklintempletondatasources.com.