

**PERSPEKTYWY**

# Przewaga rynków wschodzących nad rynkami rozwiniętymi w ostatnim kwartale 2018 r.

styczeń 14, 2019

Liczne wywołujące niepewność czynniki odbiły się na nastrojach inwestorów w 2018 r., który ostatecznie okazał się rokiem spadkowym dla rynków wschodzących ogółem, choć w czwartym kwartale rynkom tym udało się zanotować lepsze wyniki na tle rynków rozwiniętych. Manraj Sekhon, CIO z Franklin Templeton Emerging Markets Equity oraz Chetan Sehgal, starszy dyrektor zarządzający i dyrektor ds. zarządzania portfelami inwestycyjnymi, przedstawiają punkt widzenia ich zespołu na sytuację na rynkach wschodzących w czwartym kwartale 2018 r. oraz swoje aktualne prognozy dla tych rynków.

**Manraj Sekhon****CIO****Franklin Templeton Emerging Markets Equity****Chetan Sehgal, CFA****Starszy dyrektor zarządzający****Dyrektor ds. zarządzania portfelami inwestycyjnymi****Franklin Templeton Emerging Markets Equity****Trzy tematy, o których obecnie myślimy**

1. Zgodnie z rynkowymi oczekiwaniami Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych (Fed) podniosła w grudniu kluczową stopę procentową o 25 punktów bazowych; była to czwarta podwyżka stóp w 2018 r. Fed wprawdzie nieznacznie obniżył swoje prognozy wzrostu produktu krajowego brutto (PKB) i inflacji w Stanach Zjednoczonych, ale jednocześnie wciąż dostrzegał względnie solidną dynamikę wzrostu amerykańskiej gospodarki. Prognozy wzrostu stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych na 2019 r. i w dłuższej perspektywie także zostały obniżone; w 2019 r. spodziewane są dwie (a nie trzy) podwyżki stóp. Wprawdzie wzrosty stóp procentowych co do zasady wywierają presję na wzrost i oczekiwania inflacyjne, ale nie dotyczy to wyłącznie rynków wschodzących, a wskaźniki zadłużenia są w większości przypadków znacznie wyższe w świecie rozwiniętym. Rynki wschodzące w ujęciu łącznym wypracowują nadwyżki na rachunkach obrotów bieżących, mają zmienne kursy walut i są coraz mniej uzależnione od dolarowego finansowania. Niemniej jednak rozwijające się gospodarki (i tamtejsze spółki), które prowadziły mniej rozważną politykę, zostały surowo ukarane przez rynki finansowe. Inwestorzy zaczynają coraz częściej dzielić spółki na zwycięzców i przegranych, co oznacza możliwości dla aktywnych zarządzających.
2. Mocny kurs dolara amerykańskiego zwrócił powszechną uwagę na niższe ceny surowców i osłabił entuzjazm inwestorów w stosunku do rynków wschodzących w ostatnich miesiącach, wzbudzając obawy, że obecne warunki rynkowe doprowadzą do powtórki z lat 1997-1998 i kolejnego azjatyckiego kryzysu finansowego. Niemniej jednak uważamy, że te obawy są w dużej mierze wyolbrzymione, ponieważ potężne reformy finansowe zrealizowane w ciągu dwóch ostatnich dziesięcioleci przeobraziły rynki finansowe w Azji wschodzącej. Po dwudziestu latach od azjatyckiego kryzysu finansowego sytuacja ekonomiczna w wielu

krajach zaliczanych do rynków wschodzących jest lepsza pod względem czynników fundamentalnych niż w tamtym okresie. Nasze doświadczenie podpowiada nam, że inwestorzy powinni w mniejszym stopniu koncentrować się na wydarzeniach w Stanach Zjednoczonych, a bardziej skupić się na tym, co dzieje się na samych rynkach wschodzących. W wielu przypadkach kraje zaliczane do rynków wschodzących wyciągnęły wnioski z poprzednich kryzysów, udoskonalając prowadzoną politykę i nadzór. Co więcej, wiele gospodarek wschodzących jest obecnie w mniejszym stopniu opartych na surowcach niż kilkadziesiąt lat temu, zatem wahania cen surowców mają na nie mniejszy wpływ. Zmiany polityki realizowanej w Stanach Zjednoczonych mogą oczywiście zaszkodzić gospodarkom wschodzącym o dużym zadłużeniu zewnętrznym, jednak nie dostrzegamy żadnych zmian dotyczących całej kategorii rynków wschodzących. Azjatycka polityka pieniężna nie jest już tak silnie skorelowana z amerykańskimi stopami procentowymi i jest w większym stopniu zależna od lokalnego wzrostu i inflacji.

3. Niedawny spadek cen ropy także przyczynił się do złagodzenia presji na rupię indyjską, deficyt na rachunku obrotów bieżących i inflację. Gospodarka Indii także wciąż radzi sobie dobrze; rządowe wydatki na infrastrukturalne inwestycje kapitałowe są stabilne, wydatki przedsiębiorstw na inwestycje zwiększające wydajność produkcji stopniowo rosną i dostrzegamy także poprawę w obszarze inwestycji kapitałowych gospodarstw domowych. Również konsumpcja nadal jest solidna. Indie mają za sobą trudny okres, w którym spółki finansowe spoza sektora bankowego miały problemy z płynnością, co wzbudziło obawy przed systemowym ryzykiem i brakiem płynności w całym systemie finansowym. Sytuacja w obszarze płynności od tamtej pory się normalizuje, a akcja kredytowa powraca na dawne poziomy. Choć zbliżające się wybory mogą tymczasowo odbić się na nastrojach, nie dostrzegamy ryzyka poważniejszych konsekwencji dla gospodarki krajowej. Dlatego nasza ocena sytuacji makroekonomicznej i fundamentów spółek (w warunkach utrzymującego się odbicia gospodarczego i przyspieszenia wzrostu zysków spółek) uzasadnia optymistyczne prognozy długoterminowe dla indyjskiego rynku.

## **Najważniejsze zmiany na rynkach wschodzących w omawianym kwartale**

1. Akcje spółek z rynków wschodzących w czwartym kwartale notowały spadki cen, choć i tak radziły sobie lepiej niż papiery przedsiębiorstw z rynków rozwiniętych. Obawy o przyszłość światowego wzrostu gospodarczego, podwyżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych i stosunki handlowe pomiędzy Stanami Zjednoczonymi i Chinami nasilały zmienność rynkową w omawianym okresie, podobnie jak przez większą część 2018 r. Rok okazał się trudny dla światowych rynków w ujęciu ogólnym, a akcje spółek z rynków wschodzących zanotowały większe straty niż papiery przedsiębiorstw z rynków rozwiniętych. Indeks MSCI Emerging Markets Index poszedł w dół o 7,4% na przestrzeni kwartału w porównaniu ze spadkiem indeksu MSCI World Index na poziomie 13,3% (w obydwu przypadkach w USD).
2. **Najważniejsze trendy i wydarzenia na rynkach wschodzących**
3. Wyceny na rynkach wschodzących stają się coraz bardziej atrakcyjne pod wpływem osłabienia nastrojów (i wyników), choć przepływy pieniężne oraz zyski generalnie wciąż są solidne. Wzrost zysków na rynkach wschodzących ma być większy niż w Stanach Zjednoczonych i na rynkach rozwiniętych, co oznaczałoby powrót do trendu z 2017 r. W połączeniu z poprawą ładu korporacyjnego, łącznie z wypłatą dywidend i wykupem akcji, takie warunki stanowią dla nas źródło coraz atrakcyjniejszych w długiej perspektywie okazji do zakupów i powinny sprzyjać większemu optymizmowi wokół instrumentów z rynków wschodzących jako klasy aktywów.
4. Pomimo słabnącego globalnego wzrostu, powszechne prognozy przewidują, że rynki wschodzące nadal będą rosły szybciej niż rynki rozwinięte zarówno w 2019 r., jak i w dalszej możliwej do przewidzenia przyszłości. Według prognoz Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW), rynki wschodzące mają w 2019 r. zanotować wzrost rzędu 4,7%, czyli ponad dwukrotnie większy niż 2,1% w przypadku rynków rozwiniętych<sup>[1]</sup>. Po spadkach w 2018 r. kursy walut krajów zaliczanych do rynków wschodzących są względnie niskie i zbliżone do poziomów z lat 2001-2002. W 2019 r. spodziewamy się odbicia kursów.
5. Napięcia handlowe były jednym z najważniejszych czynników wywołujących spadki kursów akcji spółek z rynków wschodzących, a choć eksport wciąż jest kluczową siłą napędową wzrostu gospodarek rozwijających się, jest on w coraz większym stopniu kierowany na inne rynki wschodzące, a względne znaczenie rynków rozwiniętych w tym kontekście zmalało. Coraz ważniejsza stała się także rola konsumpcji i technologii w

generowaniu wzrostu gospodarczego; rynki wschodzące są w coraz większym stopniu oparte na czynnikach krajowych. Nowe cła pojawiły się w niewątpliwie trudnym okresie dla Chin, które starają się delewarować swoją gospodarkę, ale ich wpływ będzie także odczuwalny w innych częściach świata.

## Perspektywy

- Akcje spółek azjatyckich w czwartym kwartale traciły na wartości, a największe spadki w regionie zanotowano na rynkach w Pakistanie, na Tajwanie i w Korei Południowej. Kondycja finansowa Pakistanu pogorszyła się, a rząd zwrócił się z prośbą o wsparcie do MFW. Osłabienie kursów akcji spółek technologicznych odbiło się na indeksach giełdowych na Tajwanie i w Korei Południowej, w których technologie mają duży udział. Z kolei rynki w Indonezji, na Filipinach i w Indiach poszły w górę, po części dzięki aprecjacji lokalnych walut. Rupia indonezyjska i peso filipińskie zyskiwały na wartości dzięki działaniom banków centralnych zorientowanym na umocnienie tych walut w stosunku do dolara amerykańskiego. Wzrósł także kurs rupii indyjskiej, gdy niższe ceny ropy uspokoiły obawy wokół deficytu handlowego importujących ropę Indii.
- Jedynym regionem rynków wschodzących, który wypracował niewielki wzrost w omawianym kwartale, była Ameryka Łacińska, która zawdzięczała ten wynik wyłącznie solidnej październikowej koniunkturze na rynku brazylijskim. Kursy akcji w Brazylii wzrosły pod wpływem zwycięstwa bardziej prorynkowego kandydata w wyborach prezydenckich, a także aprecjacji reala brazylijskiego. Na drugim biegunie znalazły się Kolumbia i Meksyk, które zanotowały dwucyfrowe spadki. Narastająca niepewność wokół sytuacji politycznej i polityki gospodarczej oraz wyższe stopy procentowe (rosnące, między innymi, pod wpływem większej presji inflacyjnej) odbiły się na nastrojach inwestorów w Meksyku. Spadek cen ropy naftowej i deprecjacja peso kolumbijskiego miały z kolei niekorzystny wpływ na wyniki rynku w Kolumbii.
- Europejskie rynki wschodzące notowały spadki, a szczególnie słabo radziły sobie Grecja, Rosja i Czechy. Z kolei Węgry i Turcja obroniły wypracowane wcześniej zyski i zakończyły kwartał z dodatnimi stopami zwrotu. Niższe ceny ropy i podwyższone ryzyko geopolityczne odbiło się na kursach akcji w Rosji. Po znaczącym osłabieniu w poprzednich miesiącach roku rynek turecki skorzystał na dwucyfrowym listopadowym odbiciu, gdy napięcia polityczne osłabły, a kurs liry tureckiej poszedł w górę. Rynek południowoafrykański zanotował spadek, ale i tak radził sobie lepiej na tle innych rynków wschodzących. W trzecim kwartale 2018 r. gospodarka RPA powróciła na ścieżkę wzrostów, po dwóch spadkowych kwartałach z rzędu.
- Nowe rynki wschodzące zanotowały korektę w ostatnim kwartale roku, ale i tak radziły sobie lepiej na tle rynków światowych. Wśród najstarszych rynków znalazły się Litwa, Rumunia i Tunezja, a spadki zanotowały także Wietnam i Kenia. Obawy wokół sytuacji w światowym handlu i słabe nastroje rynkowe odbiły się na kursach akcji spółek wietnamskich pomimo dobrych danych o zyskach i solidnego wzrostu PKB. Trendowi spadkowemu oparły się jednak Sri Lanka, Liban i Estonia, które zakończyły omawiany okres trzech miesięcy na plusie. Nastroje wśród inwestorów na Sri Lance były pozytywne pomimo wciąż niestabilnej sytuacji politycznej i osłabienia rupii lankijskiej.

*CFA® i Chartered Financial Analyst® to zastrzeżone znaki handlowe stanowiące własność CFA Institute.*

*Komentarze, opinie i analizy zawarte w niniejszym tekście odzwierciedlają wyłącznie poglądy autora/autorów, są przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowią indywidualnych porad inwestycyjnych ani rekomendacji dotyczących inwestowania w jakiejkolwiek papiery wartościowe czy stosowania jakiejkolwiek 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.*

## 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] Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy; baza danych „World Economic Outlook”, październik 2018 r.