



Nadal nie spodziewamy się „twardego lądowania” w Chinach

Maj 9, 2016

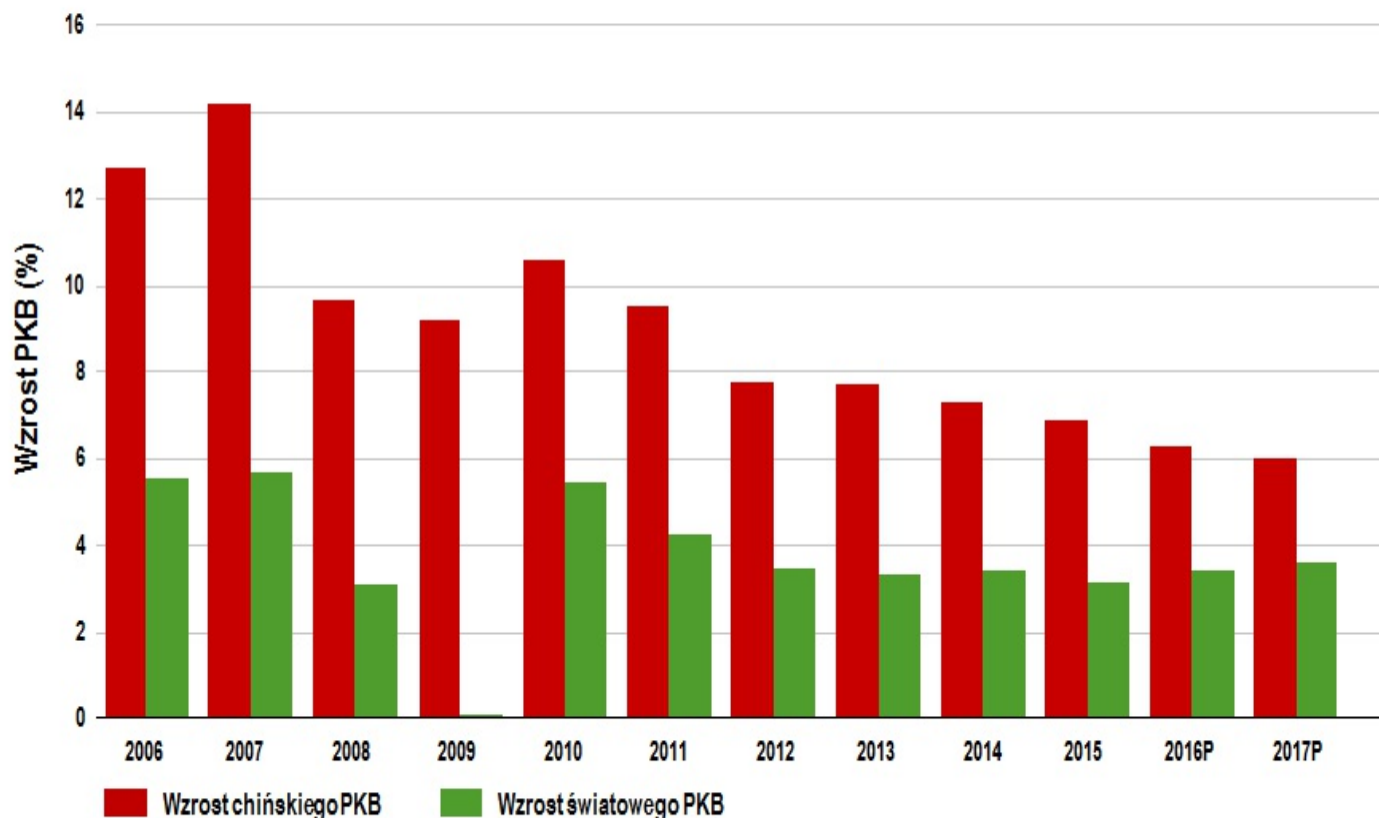


mobiustpolish

Po długim okresie wyjątkowo dynamicznego wzrostu gospodarczego wielu inwestorów zastanawia się nad możliwym kierunkiem dalszego rozwoju chińskiego rynku akcji i gospodarki Chin, a niektórzy widzą przyszłość w bardzo ponurych barwach. Choć tempo wzrostu chińskiego produktu krajowego brutto (PKB) zwalnia w porównaniu z dynamiką z lat ubiegłych, przechodzenie gospodarki z wzrostu stymulowanego inwestycjami na wzrost napędzany konsumpcją cały czas trwa i będzie miało ogromne implikacje dla każdego możliwego obszaru gospodarki. Efektem transformacji ekonomicznej Chin, połączonej z niewiarygodnym wzrostem gospodarczym, jaki ten kraj już osiągnął, jest znacznie większa gospodarka, zatem procentowe wskaźniki wzrostu będą w przyszłości w naturalny sposób maleć. Nie jest to jednak według nas powód do paniki. Zmiany te z pewnością nie nastąpią z dnia na dzień. Urbanizacja w Chinach, która wciąż pozostaje w tyle za urbanizacją w Stanach Zjednoczonych, cały czas postępuje i także powinna mieć znaczący wpływ na gospodarkę. Tempo chińskiego wzrostu wprawdzie zwalnia, ale i tak będzie prawdopodobnie wyraźnie wyprzedzać wzrost gospodarki światowej, co ilustruje poniższy wykres.

Wzrost chińskiego PKB a świat

2006–2017 r. (P = prognoza)



Źródła: FactSet, MFW, „World Economic Outlook”, dane na dzień 21 marca 2016 r. Realizacja jakichkolwiek prognoz lub szacunków nie jest w żaden sposób gwarantowana. Dodatkowe informacje dotyczące podmiotów dostarczających dane można znaleźć na stronie www.franklintempletondatasources.com.

Poniżej omawiam sytuację w Chinach wspólnie z moimi kolegami: [Dennisem Limem](#) i Eddiem Chowem. Dennis to starszy wiceprezes wykonawczy z Singapuru i weteran Templeton Emerging Markets Group z 25-letnim stażem. Eddie z Hongkongu to starszy wiceprezes wykonawczy, który jest członkiem naszego zespołu od ponad 20 lat. Jeżeli chcecie dowiedzieć się więcej o moich ostatnich podróżach po Chinach, zachęcam do przeczytania serii artykułów poświęconych wizytom w kolejnych chińskich miastach: [Wuhan](#), [Nanchang](#), [Fuzhou](#), [Nanning](#), [Guiyang](#) i [Shenzhen](#). Podczas tych podróży przekonałem się, że sytuacja w Chinach wygląda zupełnie inaczej, gdy obserwujemy ją na miejscu, niż gdy czytamy o niej w popularnej prasie.

Transformacja chińskiej gospodarki

Dennis Lim

Chiny to ważny partner handlowy większości (jeśli nie wszystkich) krajów na całym świecie, dlatego chińska gospodarka jest uważnie obserwowana w każdym zakątku świata. Od pewnego czasu media przedstawiają niekorzystny obraz kondycji chińskiej gospodarki. Pojawiły się obawy, że chiński sektor produkcji wszedł w recesję, a napędzany inwestycjami wzrost gospodarczy z ostatnich trzech dekad doprowadził do konieczności przesunięcia środka ciężkości gospodarki z produkcji i inwestycji w kierunku usług i konsumpcji. Wiemy, że chińska waluta, czyli renminbi (zwana także yuanem) wciąż jest pod presją w związku z sytuacją w chińskim sektorze produkcji. W czwartym kwartale ubiegłego roku odnotowaliśmy znaczący spadek wartości renminbi w stosunku do dolara amerykańskiego, ale od początku bieżącego roku obserwujemy zrównoważone odbicie kursu tej waluty. Walka rządu z korupcją cały czas trwa, ale pojawiła się teoria, że działania w tym kierunku wywołują pewną ostrożność wśród chińskich konsumentów, którzy obawiają się, że rzucające się w oczy wydatki zwrócą na nich uwagę władz. Konsumenci, których stać na wydatki, powstrzymują się przed nimi w obawie, że mogą one stać się przedmiotem dochodzenia.

Niektórzy inwestorzy nadal spodziewają się „twardego lądowania” w Chinach, czyli nagłej zmiany z dynamicznego rozwoju do słabego lub zerowego wzrostu, a może nawet recesji, a do ekonomicznych danych statystycznych dotyczących tego kraju czy też do komunikatów chińskiego rządu podchodzą ze sceptycyzmem. My nie dostrzegamy ryzyka „twardego lądowania” w Chinach; według wniosków z naszych analiz i obserwacji „z pierwszej ręki”, dane liczbowe napływające z Głównego Urzędu Statystycznego Chińskiej Republiki Ludowej najwyraźniej dość dobrze obrazują kierunek, w jakim zmierza gospodarka. Wymagania w stosunku do potencjalnych kredytobiorców są coraz łagodniejsze, czego konsekwencją wydaje się sytuacja na rynku nieruchomości mieszkaniowych, gdzie w niektórych obszarach kraju można dopatrzeć się symptomów niewielkich baniek cenowych.

Mark Mobius

Dużo mówi się na temat danych o chińskim PKB oraz napływających z Chin ogólnych danych statystycznych. Należy według mnie pamiętać, że Chiny to gospodarka planowa, a chińskie władze mogą w dużym stopniu planować wzrost i sterować nim w celu osiągnięcia określonych założeń. Oznacza to, że chińscy przywódcy w Pekinie mogą wydawać dyspozycje poszczególnym prowincjom, miastom, miasteczkom i wsiom mające zapewnić osiągnięcie określonego poziomu wzrostu gospodarczego. Władze regionalne mogą zatem realizować inwestycje mające zapewnić osiągnięcie wyznaczonej przez władze centralne stopy wzrostu. Może to oczywiście prowadzić do sporego marnotrawstwa, polegającego na przykład na budowie dróg i mostów, które w rzeczywistości nie są potrzebne, czy też stawianiu apartamentowców lub budynków, które później nie mają pełnego obłożenia lub wręcz stoją puste. Ostatecznie jednak większość tego typu projektów okazuje się warta zachodu. Przykładowo chińskie linie kolei dużych prędkości są potężnym bodźcem dla rozwoju gospodarki, czego miałem okazję doświadczyć, podróżując po tym kraju. Uważam, że Chińczycy mają świadomość problemów związanych z posiadaniem gospodarki, która nie jest w pełni rynkowa i w której alokacja zasobów odbywa się częściowo w drodze centralnego planowania, a nie wyłącznie w oparciu o siły rynkowe. Sądzę jednak, że dane ekonomiczne publikowane w Chinach generalnie nie są wcale mniej precyzyjne niż dane napływające z wielu innych części świata.

Dennis Lim

Mamy świadomość, że era dwucyfrowego procentowego wzrostu gospodarczego prawdopodobnie dobiegła końca. W przyszłości spodziewamy się wzrostu w przedziale 4-6%, czego nie można jednak nazwać zaskoczeniem lub rozczarowaniem, biorąc pod uwagę potężny wzrost bazy ekonomicznej. W naszej ocenie jednocyfrowy wzrost w przyszłości będzie stanowił normę.

Chińczycy inwestują duże ilości kapitału w infrastrukturę kolejową. Na koniec ubiegłego roku Chiny miały łącznie 121 tys. km linii kolejowych (w tym 19 tys. km linii kolei dużych prędkości), a system obsłużył w 2015 r. ok. 2,5 mld pasażerów.[\[1\]](#) Pomimo tego bardzo dynamicznego wzrostu w ostatnich latach duże chińskie miasta wciąż nie dorównują pod względem zagęszczenia infrastruktury kolejowej innym dużym miastom, takim jak Londyn, Paryż czy Tokio. Sądzymy zatem, że inwestycje w kolej wciąż są potrzebne.

Podobnie wygląda porównanie systemów metra w dużych chińskich miastach i ośrodkach miejskich na świecie. Przykładowo Chengdu, duże miasto w południowo-zachodniej części Chin zamieszkiwane przez 7 milionów ludzi (cała aglomeracja ma 14 milionów mieszkańców), ma dwie linie metra — jedną biegnącą z północy na południe i drugą biegnącą z północno-zachodniej do południowo-wschodniej części miasta. W porównaniu z Tokio zamieszkiwanym przez ok. 13 milionów ludzi ta różnica jest ewidentna. Pomimo bardzo dużych inwestycji Chin w infrastrukturę w ostatnich latach, obszar ten jest daleki od stanu nasycenia, zatem spodziewamy się dalszych inwestycji w sieci kolejowe, drogi i porty.

Chińskie inwestycje w infrastrukturę wciąż mają sporo do nadrobienia



Metro w Chengdu

2015 r.



Metro w Tokio

2015 r.



Źródła: www.cdmetro.cn, www.tokyometro.jp, marzec 2016 r.

Jeżeli chodzi o produkcję, stopień wykorzystania zasobów produkcyjnych wciąż jest niski, co dla nas stanowi źródło poważnych obaw ze względu na całe lata potężnych inwestycji. Kolejowy transport towarowy także wykazuje spowolnienie, a ostatnie dwa lata były szczególnie słabe. Podobnie wygląda sytuacja w sektorze produkcji energii elektrycznej. Spowolnienie trwa od czasu globalnego kryzysu finansowego z lat 2008-2009, a dziś branża produkcji energii elektrycznej rośnie w niskim tempie jednocyfrowym, co, według mnie, utrzyma się przez kolejnych kilka kwartałów.

Chiński rynek akcji

Eddie Chow

Chiński rynek akcji A jest duży: na Giełdzie Papierów Wartościowych w Szanghaju notowanych jest ponad 2000 spółek, a ok. 1000 kolejnych notowanych jest w Shenzhen i na innych chińskich giełdach. Denominowanymi w lokalnej walucie akcjami A, które uważane są za rynek „krajowy”, mogą obracać wyłącznie rezydenci Chińskiej Republiki Ludowej (ChRL) lub inwestorzy o statusie kwalifikowanych zagranicznych inwestorów instytucjonalnych (QFII) lub kwalifikowanych dla inwestycji w renminbi zagranicznych inwestorów instytucjonalnych (RQFII). Najważniejszą cechą rynku krajowego jest fakt, że jest on zdominowany przez inwestorów detalicznych, w związku z czym często występują na nim duże wahania związane w większym stopniu z bieżącymi nastrojami inwestorów niż z długoterminowymi czynnikami fundamentalnymi. Organizacja tworząca indeksy MSCI rozważa włączenie rynku krajowego w Szanghaju do swych indeksów porównawczych, a nawet mówi o włączeniu ok. 5% kapitalizacji rynkowej chińskich akcji A będących w swobodnym obiegu do indeksu MSCI Emerging Markets Index. MSCI prawdopodobnie ogłosi tę decyzję w czerwcu 2016 r., a jeżeli akcje A zostaną włączone do indeksu, można będzie spodziewać się wzmożonego zainteresowania inwestorów chińskim rynkiem krajowym.

W indeksie MSCI China Index ujęte są duże i średnie przedsiębiorstwa notowane na chińskich rynkach akcji H (papierów chińskich spółek notowanych w Hongkongu i denominowanych w dolarach hongkońskich), akcji B (papierów chińskich spółek notowanych na giełdzie w Szanghaju lub Shenzhen i denominowanych w dolarach amerykańskich lub hongkońskich), papierów „Red Chips” (akcji spółek spoza ChRL notowanych w Hongkongu, ale będących bezpośrednią lub pośrednią własnością podmiotów należących do skarbu państwa z Chin kontynentalnych) oraz papierów „P Chips” (akcji spółek spoza ChRL notowanych w Hongkongu i będących własnością osób z Chin kontynentalnych). Ten rynek nazywany „zagranicznym” jest znacznie bardziej dostępny dla inwestorów zagranicznych i podobnie jak rynek krajowy charakteryzował się bardzo dużą zmiennością na przestrzeni ostatnich lat, co widać na poniższym schemacie.

Wyniki chińskiego rynku akcji

MSCI China Index

29 marca 1996 r.–31 marca 2016 r.



Informacje mają charakter wyłącznie ilustracyjny i nie odzwierciedlają wyników jakichkolwiek funduszy Franklin Templeton.

Źródła: FactSet. MSCI na dzień 31 marca 2016 r. Indeks MSCI China Index ujmuje duże i średnie spółki emitujące chińskie akcje H i akcje B, a także spółki zaliczane do „Red Chips” i „P Chips”. Indeksy nie są zarządzane, a bezpośrednia inwestycja w żaden indeks nie jest możliwa. Indeksy nie uwzględniają żadnych opłat, kosztów ani obciążeń naliczanych przy sprzedaży. Dodatkowe informacje dotyczące podmiotów dostarczających dane można znaleźć na stronie www.franklintempletondatasources.com.

Obecnie uważamy rynek zagraniczny za bardzo atrakcyjny z punktu widzenia wyceny. Wskaźnik ceny do zysków (C/Z) dla indeksu MSCI China Index wynosi ok. 10 x, co jest dla nas bardzo atrakcyjnym poziomem z punktu widzenia standardów historycznych.^[2] Wskaźnik ceny do wartości księgowej (ok. 1,3 x) także jest bliski swojemu rekordowo niskiemu poziomowi.^[3]

Dostrzegamy w Chinach wiele potencjalnych możliwości inwestycyjnych, w szczególności w obszarach powiązanych z konsumpcją, biorąc pod uwagę ciągłą transformację gospodarki. Chiński rynek motoryzacyjny notuje solidny wzrost strukturalny, włącznie ze wzrostem sprzedaży samochodów luksusowych. W 2015 r. sprzedaż samochodów osobowych w Chinach wzrosła o ok. 5%, a prognozy przewidują kolejny porównywalny wzrost także w tym roku.^[4] Penetracja rynku samochodowego w Chinach wciąż jest mała w porównaniu z dojrzałym rynkiem, jakim są Stany Zjednoczone, zatem nadal dostrzegamy potencjał wśród wybranych chińskich przedsiębiorstw z tej branży, podobnie jak wśród wybranych zagranicznych producentów samochodów starających się o powiększenie udziału w rynku chińskim.

Kolejnym interesującym z naszego punktu widzenia obszarem są wyroby sportowe, odzież sportowa i obuwie. Chiński rynek odzieży sportowej można ogólnie podzielić na dwa najważniejsze segmenty: zagraniczny i krajowy. Marki zagraniczne zwykle zajmują wyższe poziomy cenowe. Niektóre krajowe przedsiębiorstwa z tej branży z powodzeniem penetrują rynek w średnich i mniejszych miastach i dysponują rozległą siecią dystrybucyjną. Niektóre spółki krajowe działają także w wyższych segmentach rynku poprzez partnerstwa joint venture z zagranicznymi przedsiębiorstwami udzielającymi praw marketingowych. Rośnie także popularność rozmaitych form rekreacji — od piłki nożnej po jazdę na nartach.

Bankowość i obligacje korporacyjne

Mark Mobius

Chciałbym dodać kilka uwag na temat chińskiego systemu bankowego i rynku obligacji korporacyjnych, które także budzą obawy niektórych obserwatorów. Nie mamy wątpliwości, że jest w Chinach kilka spółek, które są obciążone nadmiernym lewarowaniem i prawdopodobnie znajdą się (lub już są) w tarapatkach i nie będą w stanie obsługiwać swych kredytów i zobowiązań z tytułu obligacji. Duże banki w Chinach są jednak kontrolowane przez rząd, zatem mogą liczyć na wsparcie władz w trudnych czasach. Chiny wciąż mają potężne rezerwy walutowe oraz liczne mechanizmy zabezpieczające, które powinny umożliwić bankom regulowanie swych zobowiązań i zapewnienie wsparcia dla spółek, jeżeli będzie to konieczne. Nie sądzę zatem, byśmy mieli wkrótce obserwować ogólnokrajową panikę w chińskim sektorze bankowym czy też masowe bankructwa spółek. Niektóre prywatne przedsiębiorstwa z pewnością upadną, a właściwie już upadają, ale struktura społeczna oraz podstawowa struktura systemu finansowego nie pogorszą się naszym zdaniem w znaczącym stopniu.

Eddie Chow

Prawdą jest, że jednym z najważniejszych celów chińskiego rządu jest stworzenie lepszego rynku obligacji, który na tle chińskiego rynku akcji wciąż jest na etapie niemowlęctwa. Domniemane gwarancje rządu dla obligacji niektórych spółek skarbu państwa zaczęły być anulowane w ubiegłym roku; doszło także do pierwszej w historii niewypłacalności spółki skarbu państwa wobec zobowiązań z tytułu obligacji. Sądzimy, że to korzystny rozwój sytuacji, ponieważ może pomóc inwestorom lokującym swój kapitał w obligacjach zrozumieć ryzyko związane z inwestowaniem w te instrumenty. Rzeczywiście istnieje prawdopodobieństwo kolejnych niewypłacalności, jednak uważam, że ich skala nie będzie dostatecznie duża, by zagrozić ogólnej płynności systemu bankowego czy całej gospodarki. Pod względem ogólnych warunków pieniężnych w chińskiej gospodarce sytuacja wygląda według nas całkiem dobrze. Chiny mają wysoki wskaźnik oszczędności, a Ludowy Bank Chin bardzo uważnie monitoruje płynność w całym systemie i najprawdopodobniej zasili rynek tymczasową płynnością, gdy będzie to potrzebne. Ogólnie rzecz biorąc, uważam, że rząd szuka nowych sposobów na wsparcie procesu delewarowania wymagających tego przedsiębiorstw i eliminowania nadwyżek zdolności produkcyjnych; władze dostrzegają potrzebę ożywienia systemu bankowego, aby możliwe było przekierowanie kredytów ze słabszych do zdrowszych spółek. Zamknięcie niektórych słabszych podmiotów wyeliminuje z systemu bankowego część problematycznych kredytów, którymi zajmuje się państwo, bez konieczności podejmowania przez wiele spółek decyzji o ogłoszeniu upadłości. Generalnie sądzę, że rząd szuka sposobów na wsparcie procesu delewarowania spółek z sektora prywatnego, zatem prawdopodobieństwo systemowego kryzysu finansowego będzie bardzo niskie.

Mark Mobius

Mam nadzieję, że Dennis, Eddie i ja zdołaliśmy wyjaśnić pewne błędne przekonania na temat Chin i odpowiedzieć na powszechne obawy. Podsumowując, uważamy, że strach przed załamaniem bankowym i ekonomicznym w Chinach jest wyolbrzymiony, a w tym kraju wciąż jest duża przestrzeń na dalszy wzrost infrastruktury i doganianie rynków globalnych i regionalnych. Wciąż dostrzegamy liczne potencjalne możliwości inwestycyjne w różnych segmentach chińskiego rynku. Uważamy, że obecne niskie wyceny akcji chińskich spółek mogą wynagrodzić cierpliwość inwestorów w dłuższej perspektywie.

Komentarze, opinie i analizy przedstawione 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 dokumencie 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 czynnikami dotyczącymi poszczególnych spółek, branż czy sektorów lub ogólnymi warunkami panującymi na rynkach.

[1] Źródło: Chiński Ośrodek Informacji Internetowej, China.org.cn, styczeń 2016 r.

[2] Źródła: FactSet; dane na marzec 2016 r. 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.

[3] Źródła: FactSet; dane na marzec 2016 r. 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.

[4] Realizacja jakichkolwiek prognoz lub szacunków nie jest w żaden sposób gwarantowana.