



Komentarz miesięczny

Zarządzającego Funduszami Investors TFI

Jarosław Niedzielewski

Dyrektor Departamentu Inwestycji

Wrzesień 2013



Podsumowanie

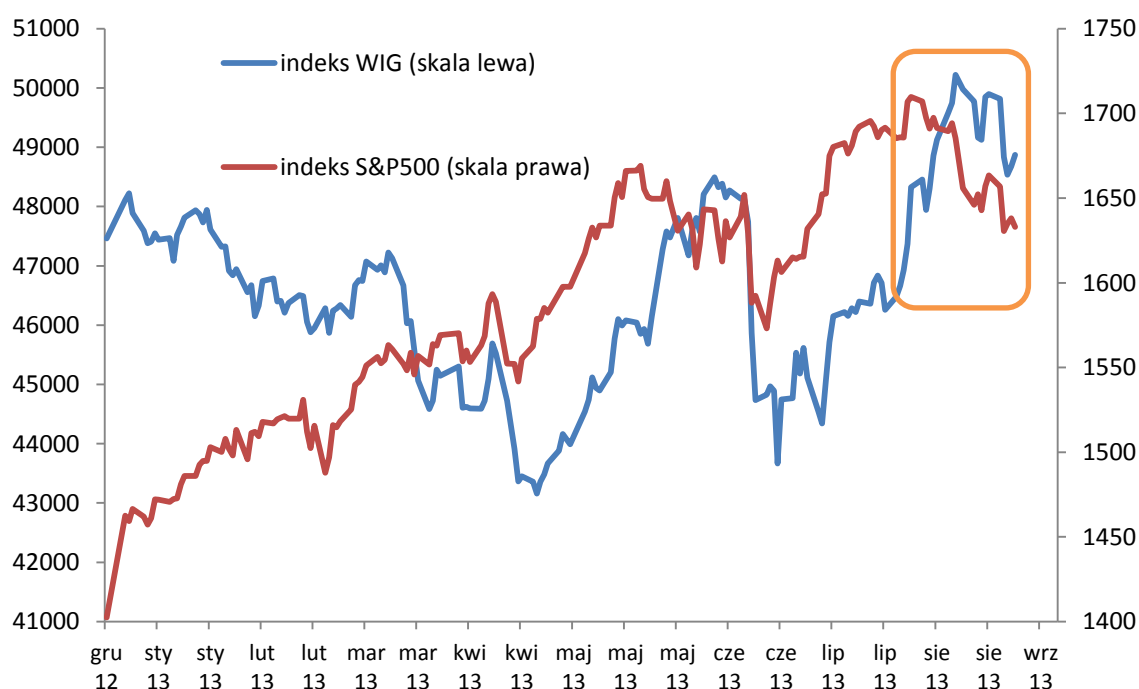
- Sierpień był bardzo nietypowym miesiącem dla krajowego rynku akcji. WIG wzrósł o ponad 4%, podczas gdy w tym samym czasie S&P500 zanotował 3-proc. spadek. Poza siłą naszej giełdy względem rynku amerykańskiego w oczy biła także obojętność warszawskiego parkietu na problemy ocierających się niemal o panikę rynków wschodzących. W takich warunkach trudno się dziwić, że w ostatnich tygodniach poziom zadowolenia naszych inwestorów był bliski rekordu, podczas gdy w USA giełdowi gracze mocno obniżyli swoje oczekiwania.
- Jednak wiara inwestorów w długoterminowy trend wzrostowy, zarówno w Stanach, jak i Europie czy Japonii, pozostała niewzruszona. Widoczna w ostatnich miesiącach poprawa danych gospodarczych wspiera przekonanie większości zarządzających o potencjale tkwiącym w dalszym ciągu w rynkach rozwiniętych.
- Całkiem inaczej przedstawia się sytuacja rynków wschodzących. W tym przypadku nastąpił całkowity zwrot oczekiwań. Rynki te są obecnie niedoważone w stopniu najwyższym od końca 2001 roku.
- Odptyw kapitałów z funduszy *emerging markets* doprowadził do znacznej przeceny zarówno akcji, jak i obligacji. Wzrost rentowności obligacji, który objął swoim zasięgiem cały świat finansowy, w największym stopniu był widoczny w krajach z dużym deficytem obrotów bieżących i w związku z tym uzależnionych od zewnętrznego finansowania. Do takich rynków można zaliczyć Turcję, której sektor bankowy jest dodatkowo mocno wrażliwy na zmiany cen obligacji skarbowych.
- Obecną sytuację, w której zakłada się długoterminowy i znaczący odptyw kapitałów z rynków wschodzących, przyrównuje się do tej z pierwszej połowy lat 80-tych ubiegłego stulecia, kiedy bankrutowała Ameryka Łacińska oraz do końcówki kolejnej dekady, kiedy kryzys objął Azję, Rosję i Brazylię. We wszystkich tych przypadkach, podobnie jak dziś pierwotną przyczyną problemów miał być wzrost wartości amerykańskiego dolara i stóp procentowych w USA (zarówno realnych, jak i nominalnych).
- Na szczęście wartość zaskórniaków, czyli rezerw walutowych, jakie Brazylia, Turcja i inne rynki wschodzące, zdołały odłożyć przez lata nadmiernego napływu kapitału zagranicznego, jest bardzo duża w porównaniu ze skalą przepływu inwestycji portfelowych.
- Korelacja pomiędzy zmianami we wskaźnikach PMI w USA, czy w Europie, a dynamiką eksportu rynków wschodzących sugeruje, że okres gospodarczej smuty i stagnacji na tych rynkach może się skończyć jeszcze w tym roku. Z tej perspektywy ostatnie osłabienie walut na tych rynkach powinno tylko wspomóc proces poprawy i spowodować, że te zniechęcone przez inwestorów rynki mogą odrodzić się w przyszłym roku niczym Feniks z popiołów. Biorąc pod uwagę dzisiejszy konsensus taki scenariusz byłby chyba jednym z największych zaskoczeń 2014 roku.

Komentarz miesięczny: wrzesień 2013

Widok spadającego w sierpniu amerykańskiego indeksu akcji na tle rosnącego WIG-u był z jednej strony budujący, ale z drugiej zupełnie nietypowy. W ostatnich 17 latach tylko kilkakrotnie zdarzały się miesiące, w których istniała tak wyraźna różnica w stopach zwrotu o przeciwnych znakach na korzyść krajowego indeksu (w sierpniu WIG wzrósł o ponad 4% podczas gdy S&P500 zanotował ponad 3-proc. spadek) (wykres 1). Z podobnymi przypadkami mieliśmy do czynienia w 1997, 1999 i 2000 roku. W większości wypadków sytuacja taka była sygnałem nadciągającej na światowe rynki korekty, przynajmniej krótkoterminowej. Poza siłą naszej giełdy względem rynku amerykańskiego w oczy biła także obojętność warszawskiego parkietu na problemy ocierających się niemal o panikę rynków wschodzących.

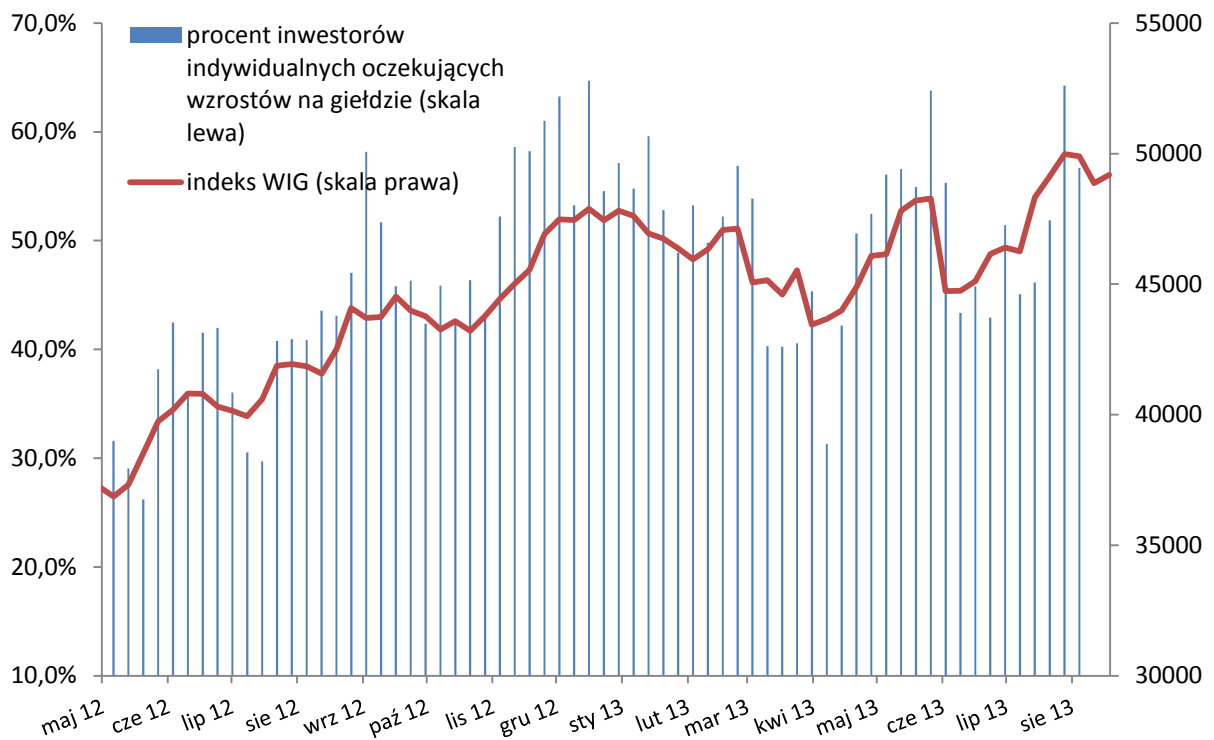
Sierpień oraz dwa poprzednie miesiące pozwoliły nam znacząco oddalić się od pozycji jednego z najgorszych rynków akcji, którą zajmowaliśmy jeszcze w maju. W takich warunkach trudno się dziwić, że w ostatnich tygodniach poziom zadowolenia naszych inwestorów był bliski rekordu, podczas gdy w USA giełdowi gracze mocno obniżyli swoje oczekiwania (wykres 2). Udział „byczo” nastawionych zarządzających w amerykańskich funduszach spadł do poziomu z dołków z czerwca i listopada ubiegłego roku (wykres 3).

Wykres 1: Przebieg indeksu WIG na tle indeksu S&P500 do końca sierpnia 2013.



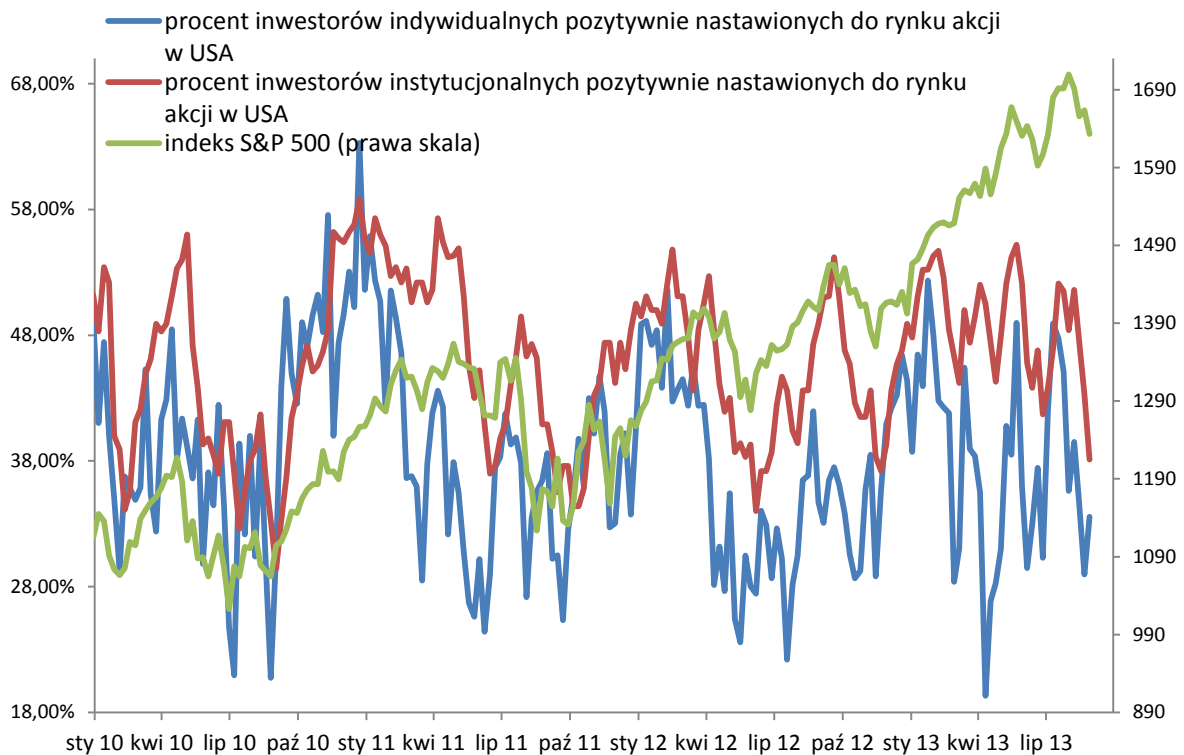
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 2: Nastawienie inwestorów indywidualnych do rynku akcji w Polsce.



źródło: <http://www.sii.org.pl/3438/edukacja-i-analazy/indeks-nastrojow-inwestorow.html>, obliczenia własne

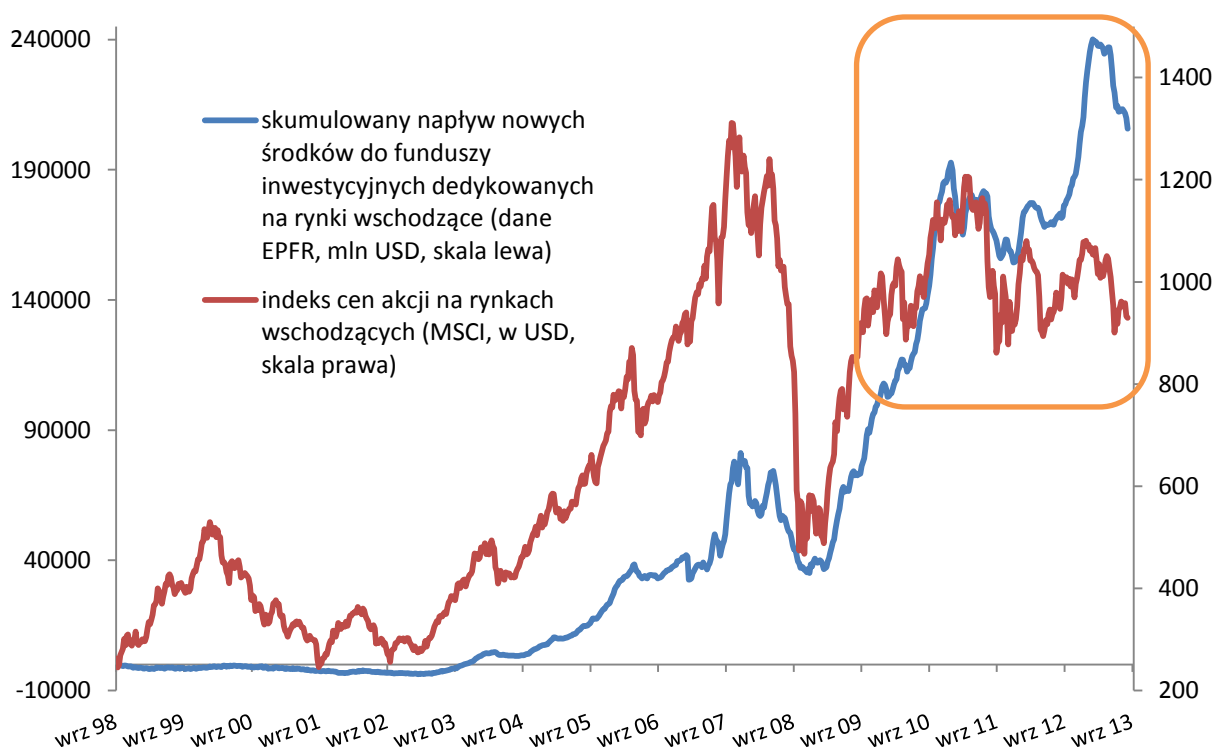
Wykres 3: Nastawienie inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych do rynku akcji w USA.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

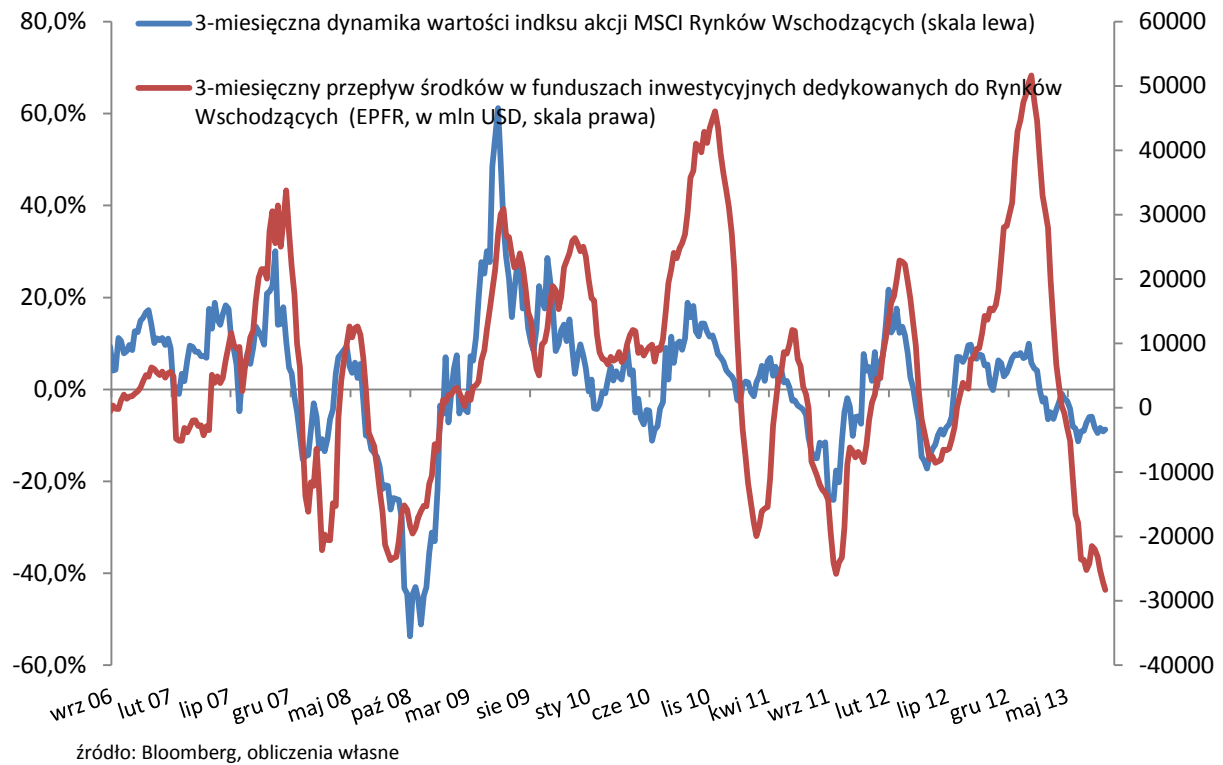
Jednak wiara inwestorów w długoterminowy trend wzrostowy – zarówno w Stanach, jak i Europie czy Japonii – pozostała niewzruszona. Widoczna w ostatnich miesiącach poprawa danych gospodarczych wspiera przekonanie większości zarządzających o potencjale tkwiącym w dalszym ciągu w rynkach rozwiniętych. W świetle przeprowadzanych co miesiąc przez Bank of America (Merrill Lynch) badań wśród zarządzających funduszami zupełnie inaczej przedstawia się sytuacja rynków wschodzących. W tym przypadku nastąpił całkowity zwrot oczekiwań. O ile jeszcze w pierwszych miesiącach tego roku duża część zarządzających deklarowała przeważenie *emerging markets* w portfelach, to ostatnie cztery miesiące gwałtownie zmieniły tę sytuację. Rynki te są obecnie niedoważone w stopniu najwyższym od końca 2001 roku. Trzeba przyznać, że w ostatnich trzech latach, pomimo bardzo silnego napływu nowych środków do funduszy rynków wschodzących, skala wzrostów indeksów akcji na giełdach *emerging markets* nie była imponująca (wykres 4). Dodając do tego brak wiary zarządzających we wzrost cen surowców (szczególnie przemysłowych) oraz zapowiedzi ograniczania skupu aktywów przez Fed, dostajemy receptę na ucieczkę kapitału z rynków wschodzących. Odpływ środków zaczął się już pod koniec lutego, jednak prawdziwej dynamiki nabrał dopiero po majowych i czerwcowych sygnałach płynących z amerykańskiego banku centralnego (wykresy 5-6). Na tym tle, aż niewiarygodne wydaje się potraktowanie Polski przez zachodnich inwestorów, którzy wyjmując jedną ręką miliardy z funduszy globalnych i regionalnych rynków wschodzących, drugą ręką wpłacili do funduszu ETF dedykowanego na nasz kraj 150 mln USD w ciągu sześciu tygodni (wykres 7). To był jeden z czynników wspierających siłę warszawskiego parkietu w ciągu całych wakacji.

Wykres 4: Napływ nowych środków do funduszy inwestujących na rynkach wschodzących na tle indeksu akcji.

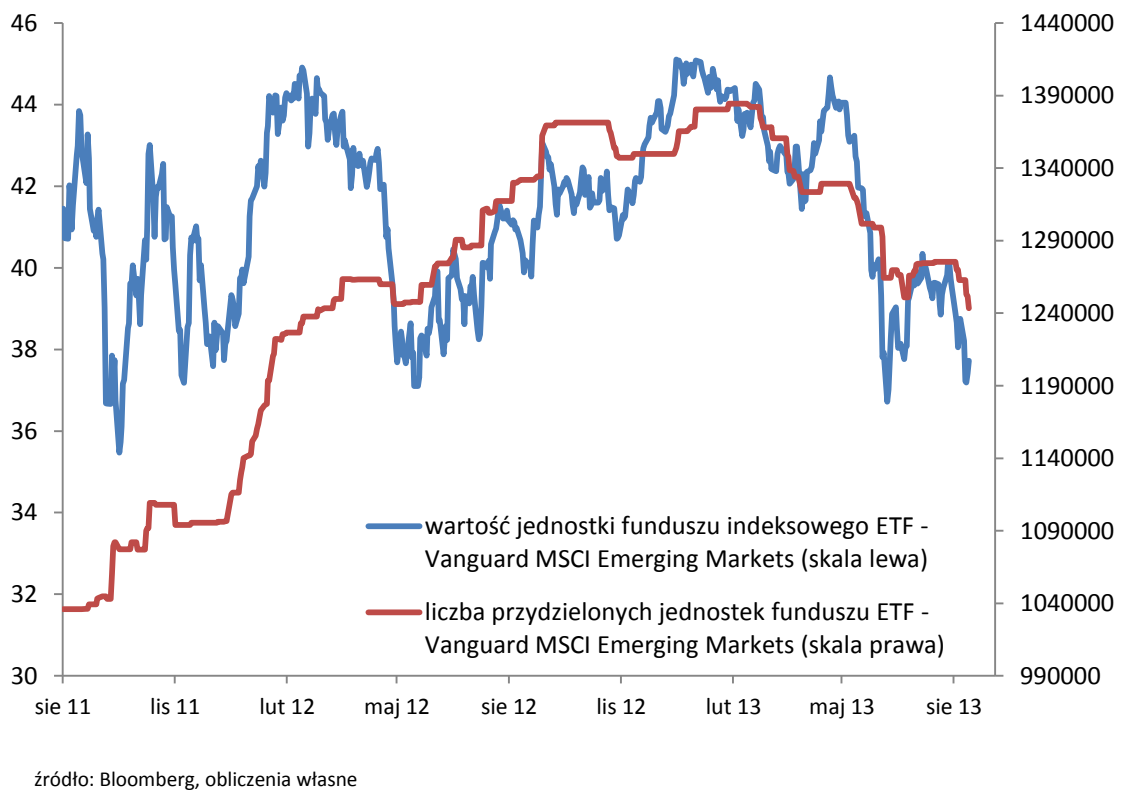


źródło: Bloomberg, obliczenia własne

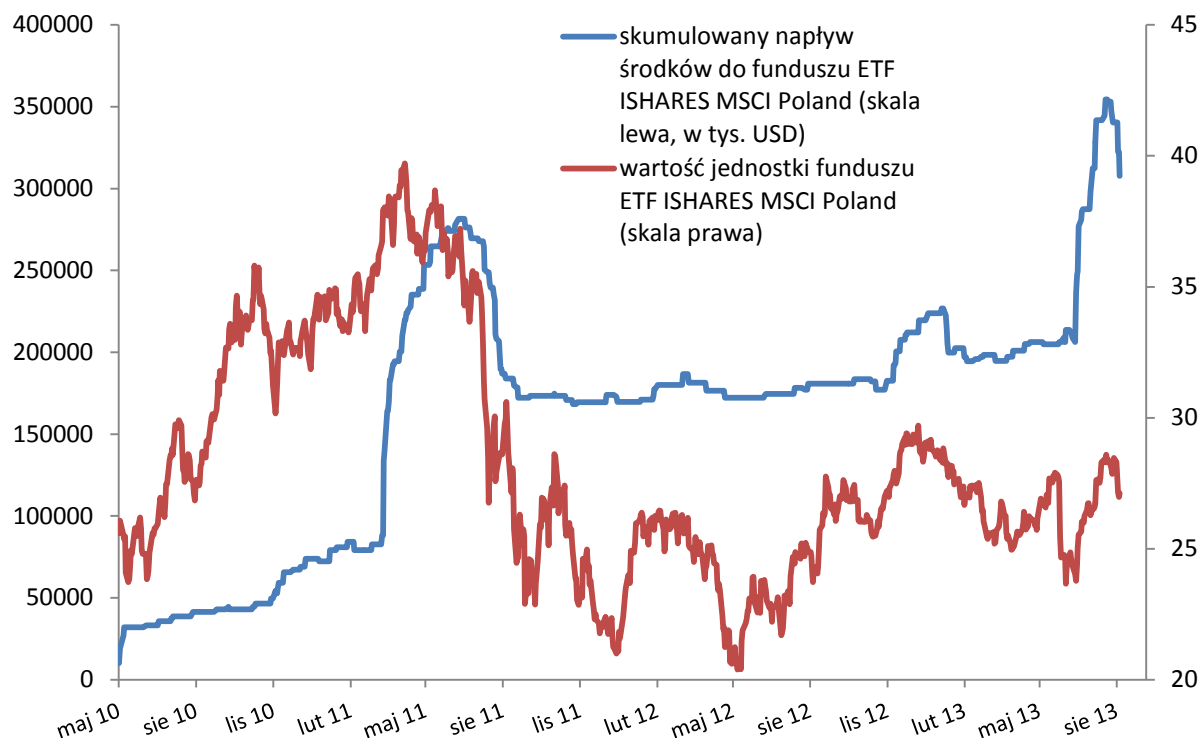
Wykres 5: Zależność zmian cen akcji od przepływów kapitałów do funduszy inwestycyjnych dedykowanych na rynki wschodzące.



Wykres 6: Napływy do funduszy rynków wschodzących na podstawie funduszu ETF Vanguard.



Wykres 7: Napływy do funduszu dedykowanego na Polskę na podstawie funduszu ETF ISHARES.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Jednak to nie spadki na giełdach akcji rynków wschodzących stały się największym koszmarem inwestorów. W końcu ich słabość trwa już trzeci rok z rzędu i trudno było oczekiwać nagłej zmiany tej tendencji. Prawdziwym przegranym okazał się rynek obligacji (wykresy 8-9). Hossa napędzana z jednej strony pogonią inwestorów za rentownością, a z drugiej dostępnością kapitału skuszonego wysokimi stopami zwrotu z funduszy obligacji, zakończyła się dość spektakularnie.

W ciągu minionych trzech miesięcy fala umorzeń z funduszy obligacji rynków wschodzących zniwelowała całkowicie 20 mld USD nadwyżki, jaką zakumulowały te fundusze w pierwszych pięciu miesiącach roku. Z polskim rynkiem długu inwestorzy obeszlą się stosunkowo łagodnie, lecz już w przypadku np. Turcji, rentowność 10-letnich obligacji wzrosła z 6 do 10% (wykres 10).

Wykres 8: Siła względna indeksów akcji na rynkach wschodzących w stosunku do rynków światowych na tle różnicy w oprocentowaniu obligacji na tych rynkach.



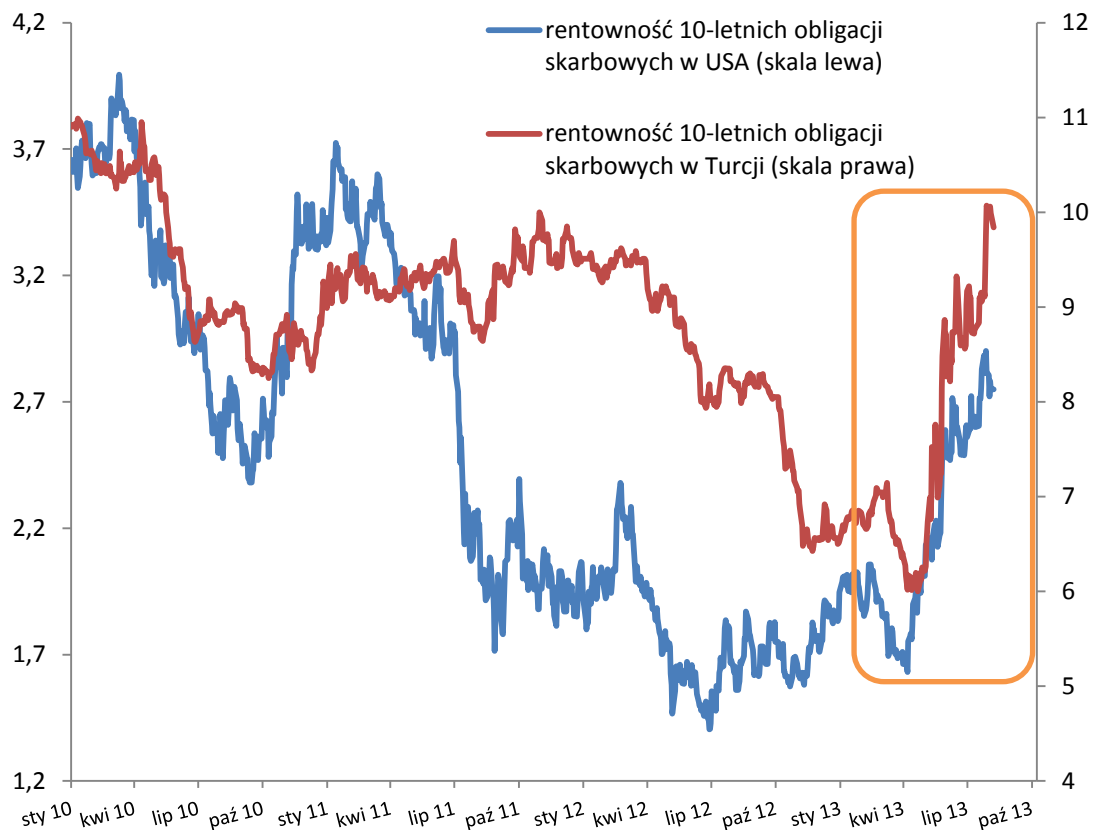
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 9: Siła względna rynków wschodzących w stosunku do rynków światowych na indeksach akcji i obligacji rządowych.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 10: Rentowności 10-letnich obligacji USA i Turcji.

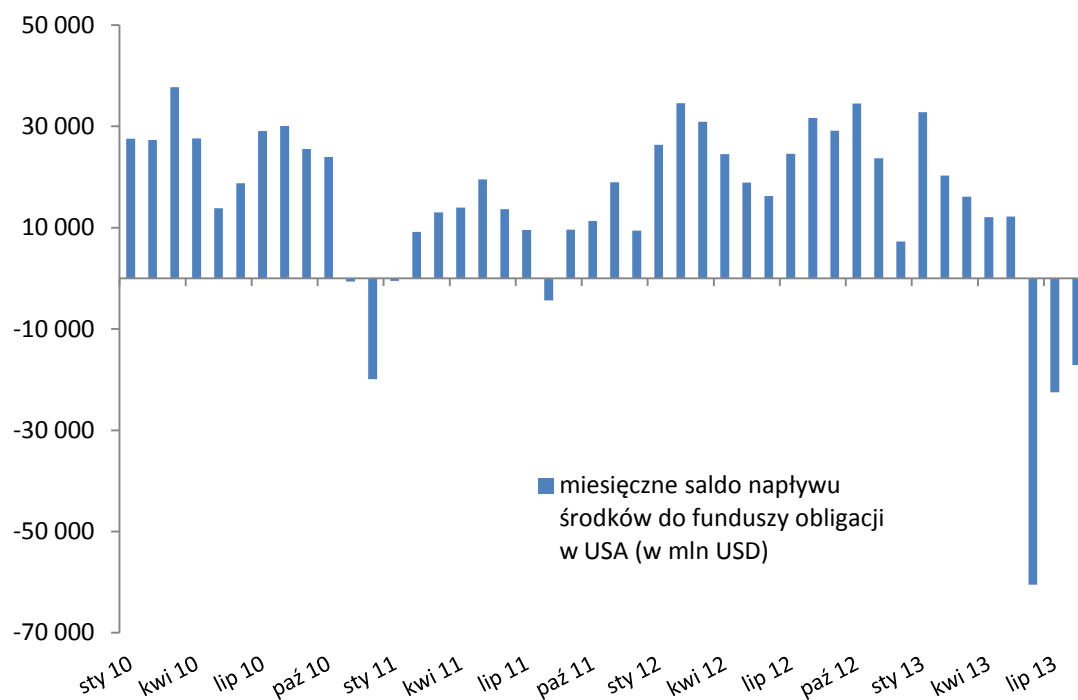


źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Chociaż to o problemach z obligacjami rynków wschodzących było najgłośniejsze w ostatnich kilkunastu tygodniach, to równie spektakularny odwrót od rynku długu zaliczyły same Stany Zjednoczone. Inwestorzy przyzwyczajeni do ciągłego zarabiania na uważanym za najbezpieczniejszy z możliwych rynku amerykańskich papierów skarbowych dość boleśnie przekonali się o tym, że nie ma zysku bez ryzyka.

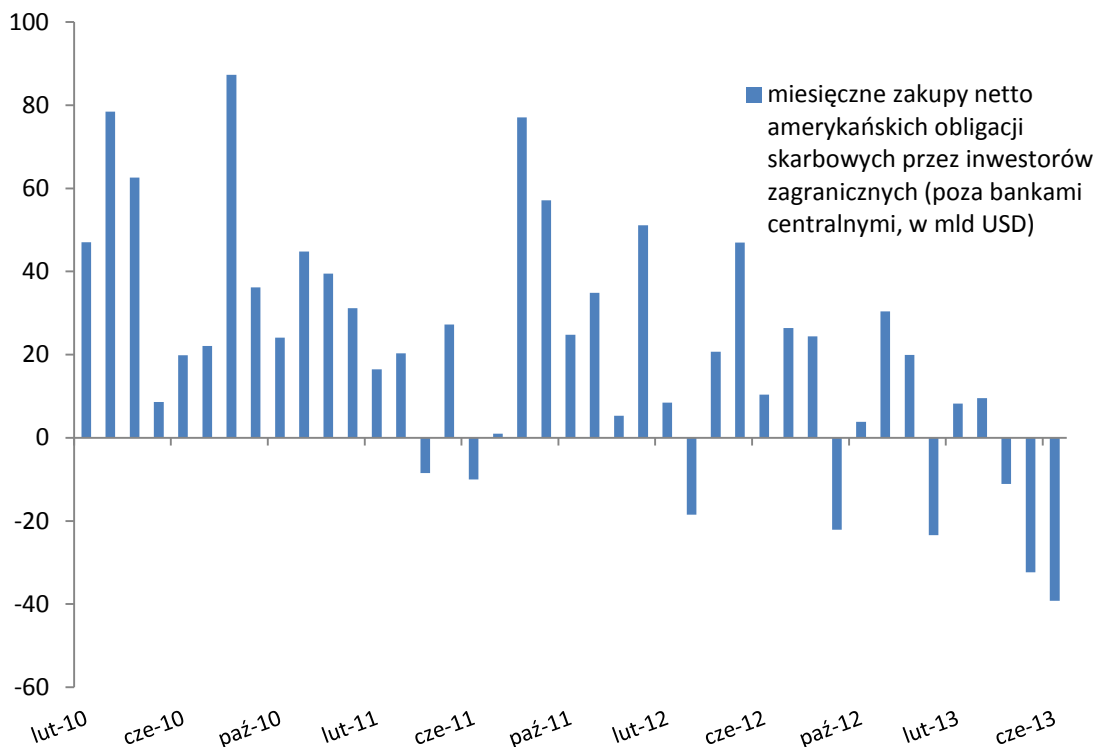
Powrót do normalności, czyli do dodatnich realnych stóp procentowych, gdzie inflacja ma wpływ na poziom rentowności obligacji, spowodował nagły odpływ kapitałów z funduszy obligacji w USA. Patrząc też na skalę wycofywania przez inwestorów zagranicznych środków z amerykańskiego rynku długu trudno jest za prawdziwą przyjąć tezę, że głównym powodem paniki na obligacjach rynków wschodzących była ucieczka kapitału do Stanów Zjednoczonych (wykresy 11-12).

Wykres 11: Napływy netto do funduszy obligacji w USA.



źródło: ICI, Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 12: Aktywność zagranicznych inwestorów na rynku amerykańskich obligacji skarbowych.



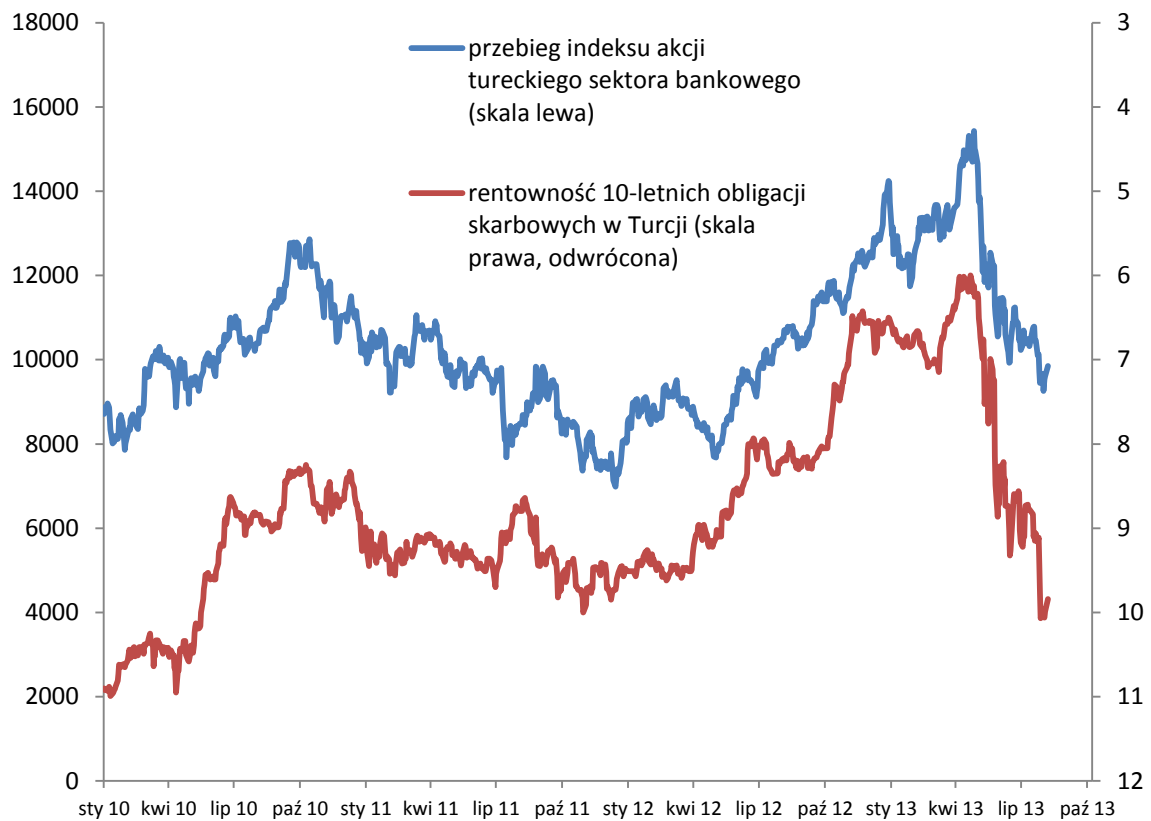
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Na pewno jednak wzrost rentowności obligacji, który objął swoim zasięgiem cały świat finansowy, w największym stopniu był widoczny w krajach, uzależnionych od zewnętrznego finansowania ze względu na deficyt na rachunku obrotów bieżących. Przykładem jest tu Turcja, której sektor bankowy jest dodatkowo bardzo wrażliwy na zmiany cen obligacji skarbowych (wykres 13). Ostatnie trzy lata to okres szczególnie silnego napływu kapitału portfelowego na turecki rynek długu (wykres 14). W porównaniu z latami 2005-07, kiedy to znaczną część finansowania deficytu handlowego pochodziła z inwestycji bezpośrednich, w ostatnim okresie udział długoterminowych inwestorów spadł na korzyść mniej przewidywalnych inwestorów finansowych (wykres 15). Potrzeba finansowania zagranicznego w przypadku Turcji wiąże się z wysokim deficytem handlowym, który moim zdaniem trudno jest wyjaśnić przewartościowaniem waluty lub nadmiernymi zakupami importowymi (wykres 16). Główną przyczyną ujemnego salda obrotów bieżących jest import ropy, który odpowiada za prawie jedną czwartą wartości zakupionych towarów i praktycznie całość deficytu. Tak czy inaczej deficyt wymaga finansowania, w związku z czym Turcja będzie jeszcze przez jakiś czas skazana na inwestorów zagranicznych, a jej waluta na lekkie osłabianie się, co wynika już z samej inflacji w tym kraju.

Pomimo licznych problemów, do ogłaszania wybuchu wielkiego kryzysu na rynkach wschodzących, w którego epicentrum znajdować się ma m.in. Turcja, jest jeszcze daleka droga. Trzeba przypomnieć, że kraj ten ma jeden z najmniejszych na świecie udziałów długu państwowego w PKB. Poza tym inwestorzy zagraniczni kupowali w ostatnich latach przede wszystkim dług denominowany w krajowej walucie, co znacząco zmniejsza ryzyko wypłacalności dłużnika. Dodatkowo, nawet jeśli kapitał portfelowego z Turcji ubędzie, to bufor zgromadzony przez ostatnią dekadę przez bank centralny (ponad 100 mld USD rezerwy walutowej) powinien być wystarczający do „pokojuowego” pożegnania się z zachodnimi inwestorami (wykres 17).

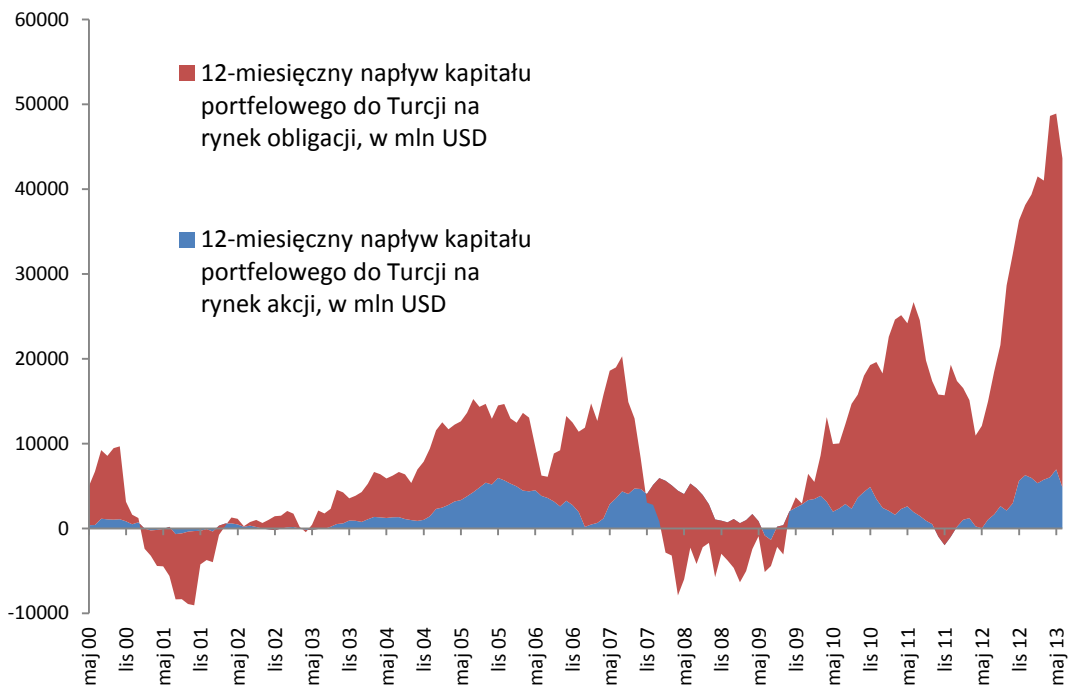
Rezerwy te, występujące praktycznie w każdym kraju należącym do rynków wschodzących, są efektem nadmiaru kapitału, jaki wpływał przez lata, szczególnie po stronie obligacji. W normalnych warunkach powinny one wystarczyć do pokrycia odpływu kapitału bez wywołania istotnego ruchu na kursie walutowym. Problem w tym, że od 20 lat, czyli od chwili gdy George Soros pokazał w jaki sposób pokonać byłe imperium sprzedając coś czego się nie ma, rezerwy walutowe będą stanowiły ostatnią deskę ratunku. Dlatego osłabianie walut na rynkach wschodzących może mieć miejsce, ale nie jest moim zdaniem równoznaczne z kryzysem analogicznym do azjatyckiego, argentyńskiego czy rosyjskiego. Ograniczona dewaluacja w przypadku wielu państw może być natomiast elementem wspierającym wychodzenie ze stagnacji gospodarczej i lepsze wykorzystanie poprawy koniunktury w USA i Europie. Granicą jest w tym przypadku rosnąca inflacja i związany z nią, bardziej niż z chęcią zatrzymania kapitału, wzrost stóp procentowych (wykresy 18-19). Wszystko też jest kwestią ceny. Widoczna w ostatnich latach słabość rynków wschodzących i siła giełd rozwiniętych spowodowały znaczący rozdźwięk w wycenach. Zarówno wskaźniki ceny do wartości księgowej *emerging markets*, jak i ceny do zysku raportowanego i prognozowanego są o 30% niższe w przypadku krajów rozwijających się (wykresy 20-22). Tak duże dyskonto ostatni raz widziano prawie dekadę temu. Moim zdaniem nie jest ono usprawiedliwione stanem i perspektywami gospodarek oraz jakością spółek notowanych na tych rynkach. Albo inwestorzy zbyt niskie ryzyko przykładają do rynków rozwiniętych, albo ze zbyt dużą dawką sceptycyzmu podchodzą do inwestycji na rynkach wschodzących.

Wykres 13: Uzależnienie tureckiego sektora bankowego od trendów na rynku obligacji.



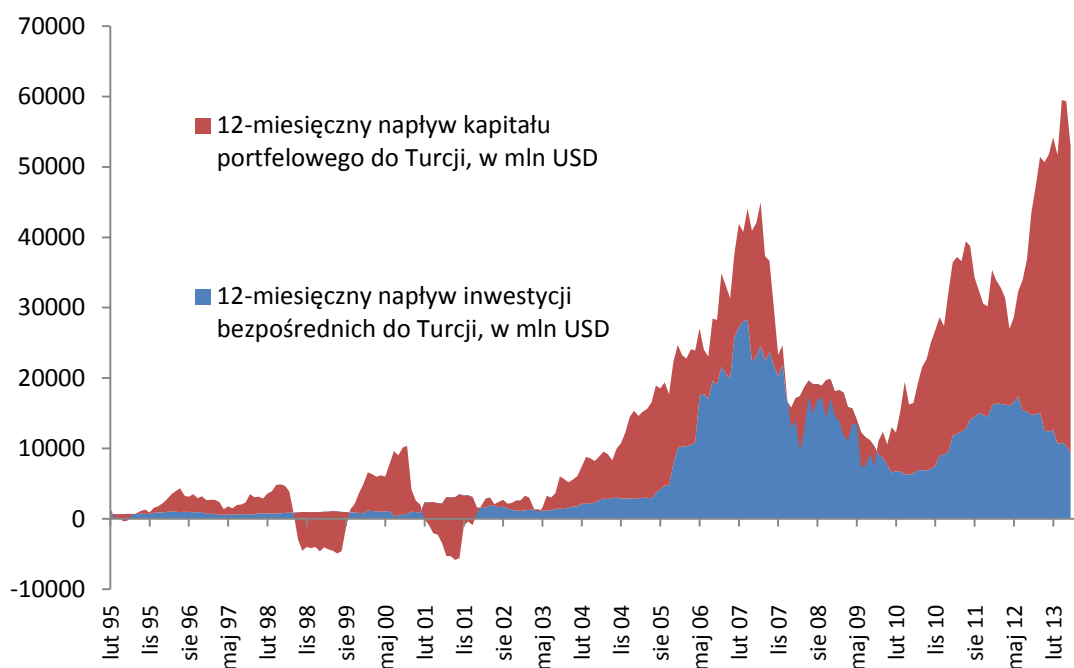
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 14: Napływ kapitału portfelowego do Turcji w podziale na rynek akcji i obligacji.



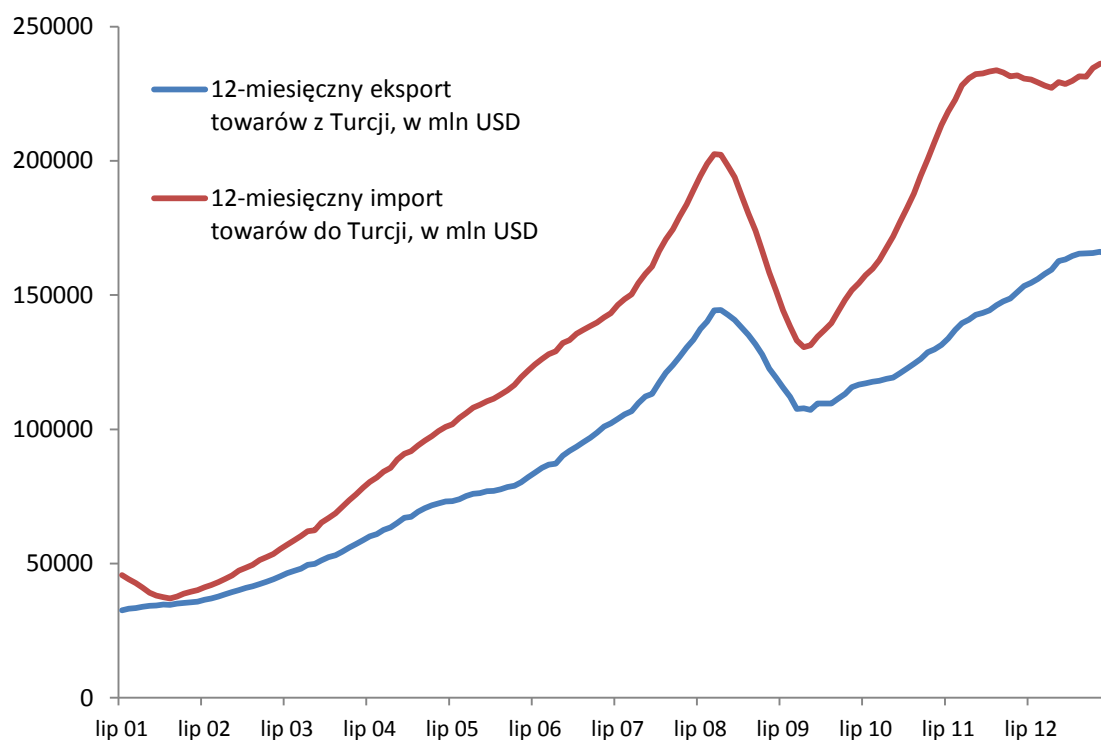
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 15: Napływ kapitału portfelowego oraz inwestycji bezpośrednich do Turcji.



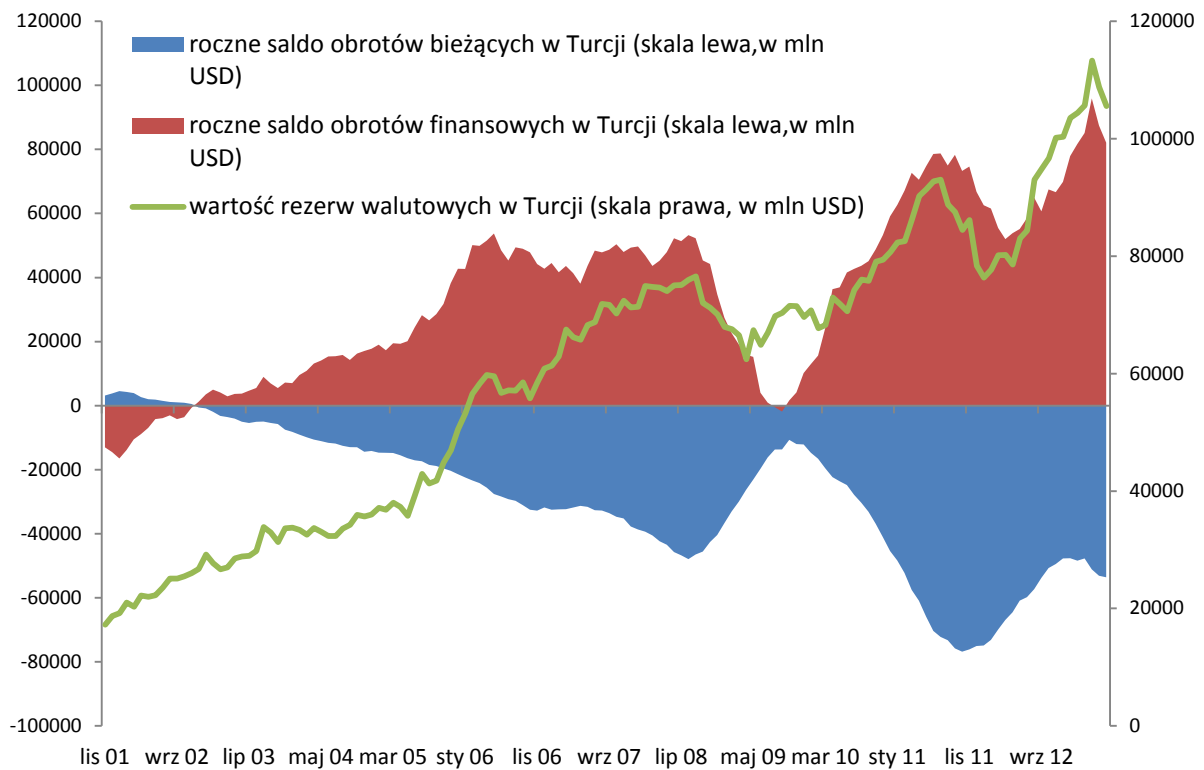
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 16: Roczna wielkość eksportu i importu w Turcji.



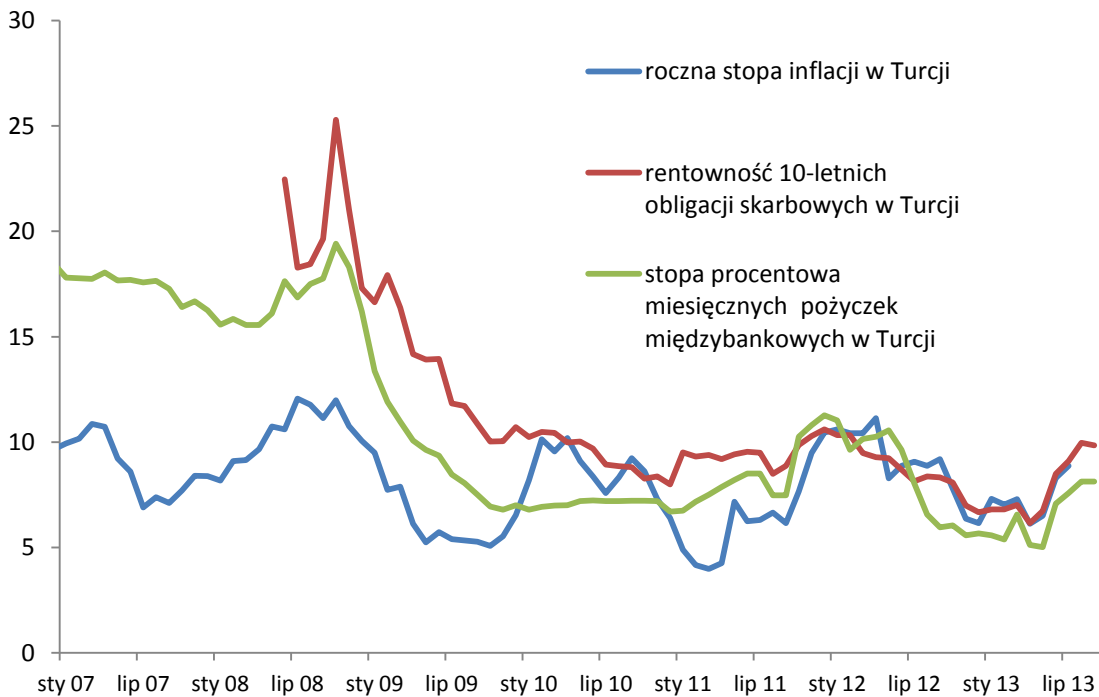
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 17: Deficyt rachunku obrotów bieżących i jego finansowanie w Turcji na tle nagromadzonych rezerw walutowych.



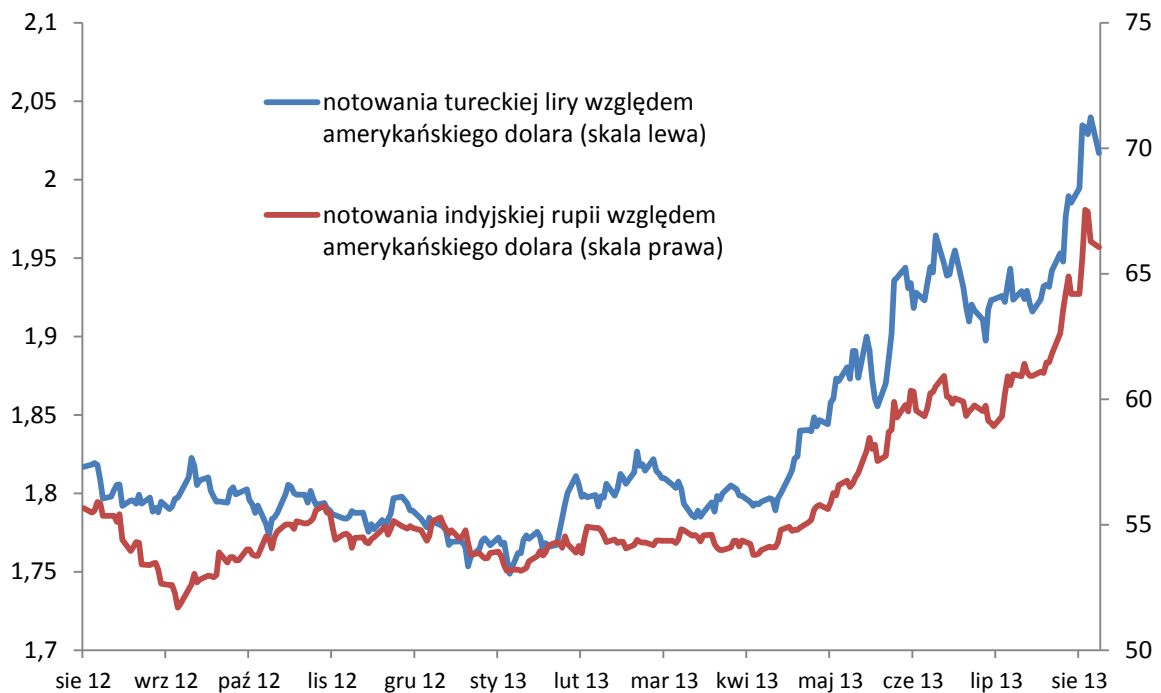
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 18: Inflacja i stopy procentowe w Turcji.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 19: Notowania tureckiej liry i indyjskiej rupii w relacji do amerykańskiego dolara.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 20: Wskaźnik cena do wartości księgowej dla indeksów rynków wschodzących i światowych.



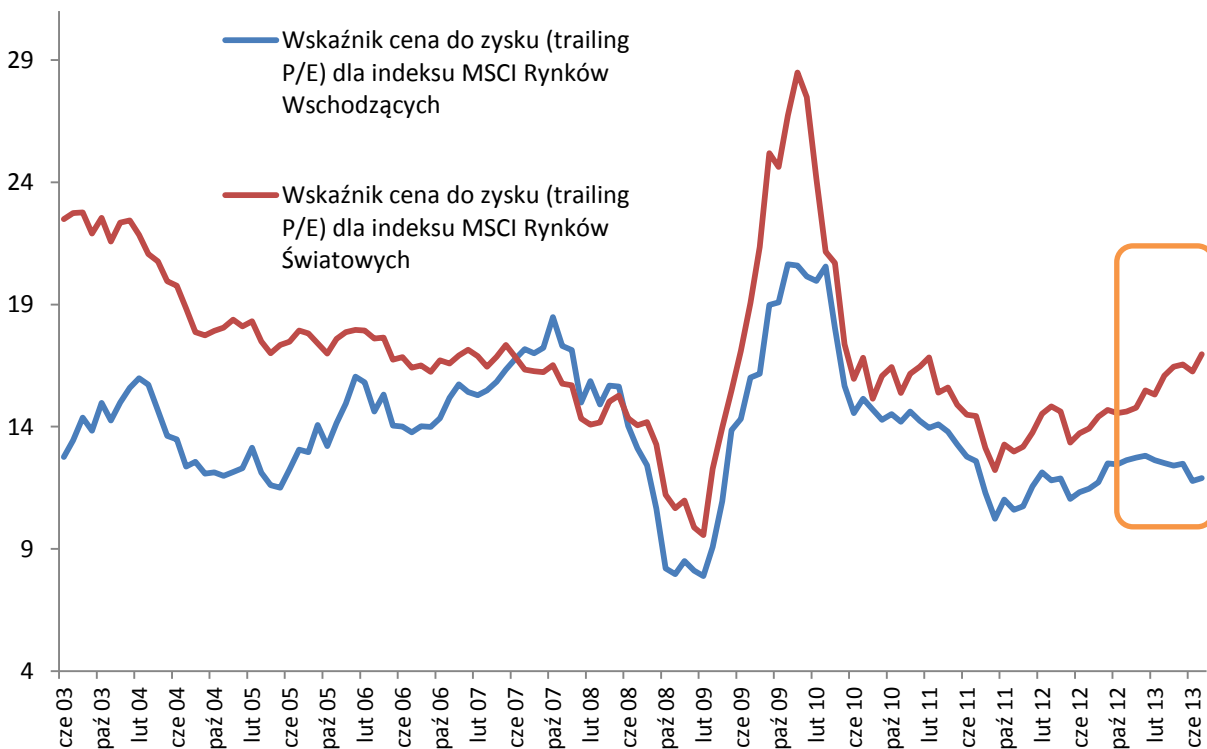
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 21: Wskaźnik cena do prognozowanego zysku dla indeksów rynków wschodzących i światowych.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 22: Wskaźnik cena do zysku dla indeksów rynków wschodzących i światowych.



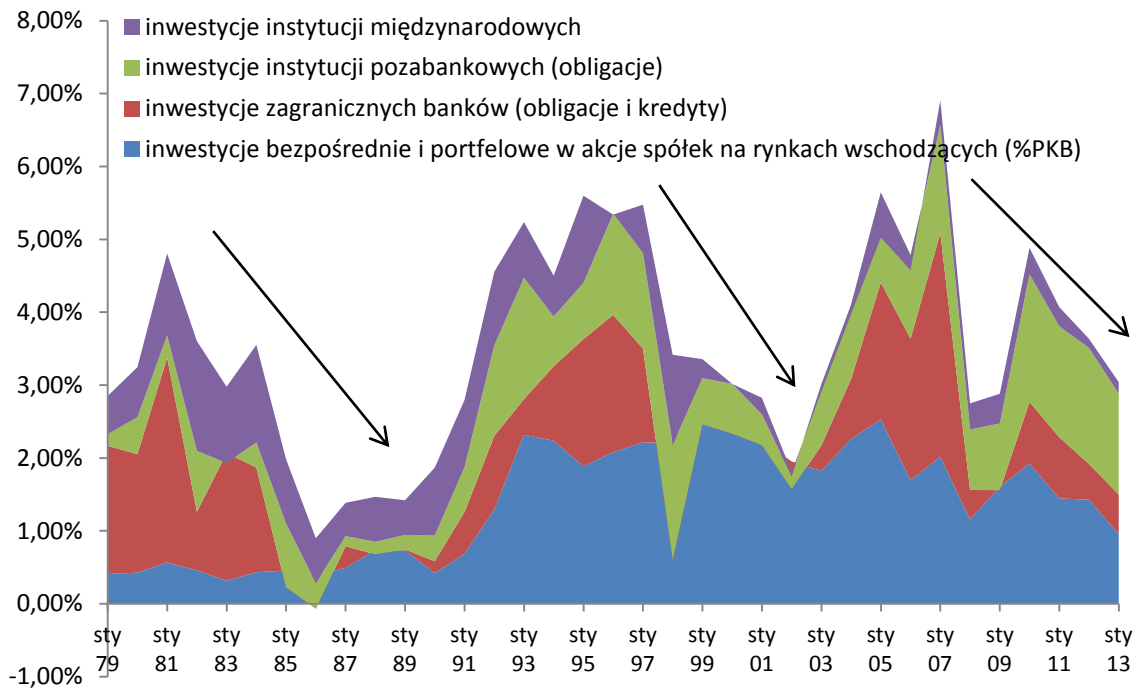
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Prawdą natomiast jest to, że zachodni inwestorzy, mający w pamięci kryzysy rozgrywające się od lat 80-tych ubiegłego stulecia na rynkach wschodzących, mają prawo być szczególnie wyczuleni na nierównowagi występujące w bilansach płatniczych. W końcu to w zdecydowanej większości właśnie tam kryły się źródła kryzysów państw Ameryki Łacińskiej czy Azji. Z tej perspektywy oczekiwany od dawna kryzys chińskiej gospodarki ma nieco inną naturę – bardziej wewnętrzną, zbliżoną do kryzysów toczących państwa rozwinięte. Jednak dziś problemy Chin zdają się blednąć w porównaniu z zapowiadaną przez coraz większą rzeszę ekonomistów i inwestorów zapaścią na rynkach uzależnionych od zagranicznego kapitału. Obecną sytuację, w której zakłada się długoterminowy i znaczący odpływ kapitałów z *emerging markets*, przyrównuje się do sytuacji z pierwszej połowy lat 80-tych XX wieku, kiedy bankrutowała Ameryka Łacińska oraz do końcówki kolejnej dekady, kiedy kryzys objął Azję, Rosję i Brazylię (wykres 23).

We wszystkich tych historycznych przypadkach, podobnie jak i dziś, pierwotną przyczyną problemów miał być wzrost wartości amerykańskiego dolara i stóp procentowych w USA, zarówno realnych, jak i nominalnych (wykresy 24-26). Przyjęło się twierdzić, że wyższe rentowności w Stanach powodują wysysanie kapitału z bardziej ryzykownych miejsc, przez co wzmacnia się także dolar. Ponieważ dostęp do finansowania jest niezbędny dla wielu rynków wschodzących, jego niedobór oznacza głęboki kryzys ekonomiczny z silną dewaluacją i niespłacalnością zadłużenia w zestawie. Rzeczywiście można doszukać się pewnych prawidłowości porównując np. siłę względną indeksów na rynkach wschodzących do światowych z kształtowaniem się trendów na dolarze czy stopach procentowych.

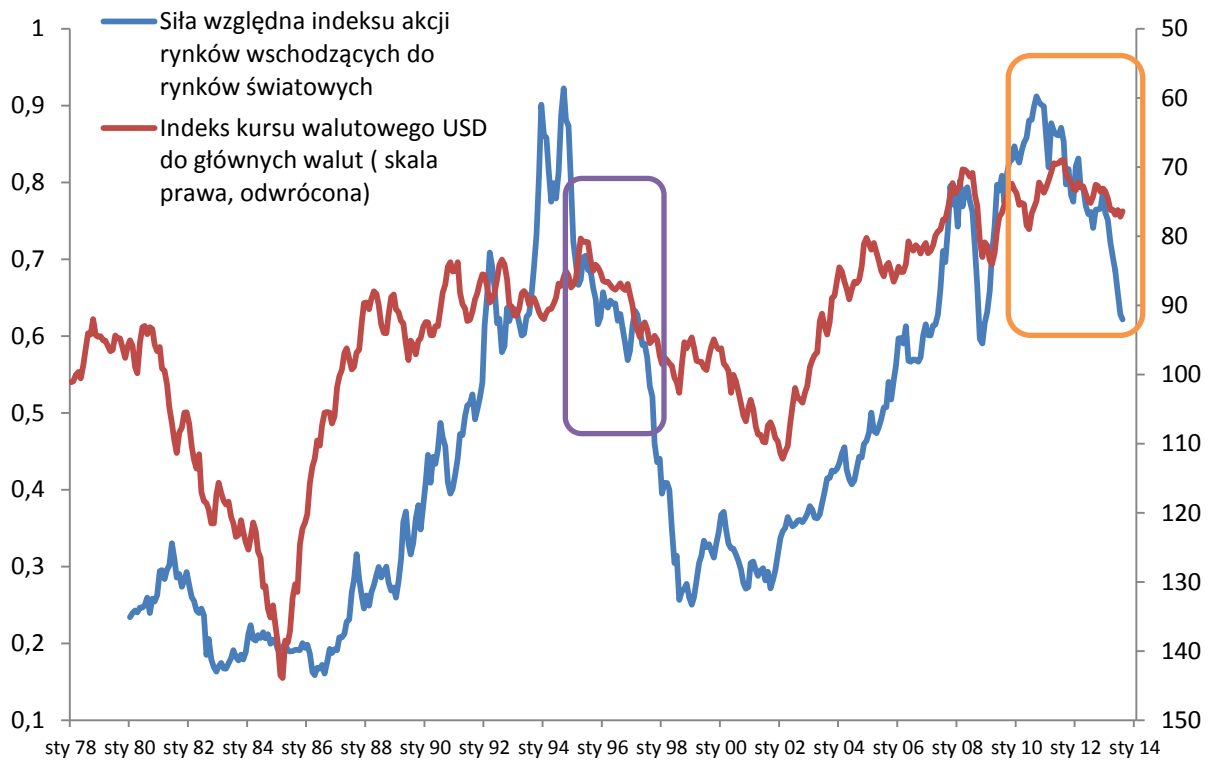
Generalnie wzrost stóp i silny dolar nie wpływają korzystnie na kraje rozwijające się. Problem w tym, że ostatni wzrost rynkowych (bo jeszcze nie oficjalnych) stóp procentowych w USA to zaledwie powrót do normalności, do poziomów sprzed krachu z 2011 roku. Rynki wschodzące były w stanie pozyskiwać finansowanie i normalnie funkcjonować nawet przy wyższym poziomie stóp niż dziś. W przypadku amerykańskiej waluty trend jej globalnego umocnienia jest powstrzymywany przez w miarę stabilną sytuację w stosunku do euro i chińskiego juana. Może to się dość szybko zmienić w wyniku przewidywanej przez wielu znaczącej dewaluacji chińskiej waluty, ale na razie to tylko gdybanie. Równie dobrze Chiny mogą zmienić nieco to równanie dokonując umiędzynarodowienia swojej waluty, stawiając ją na równi z amerykańską. Jest to trudne i czasochłonne zadanie, ale jeśli komuś ma się udać detronizacja dolara w światowej wymianie handlowej to właśnie chińczykom.

Wykres 23: Fale kapitału przepływające przez rynki wschodzące w ciągu ostatnich 30 lat (w % PKB).



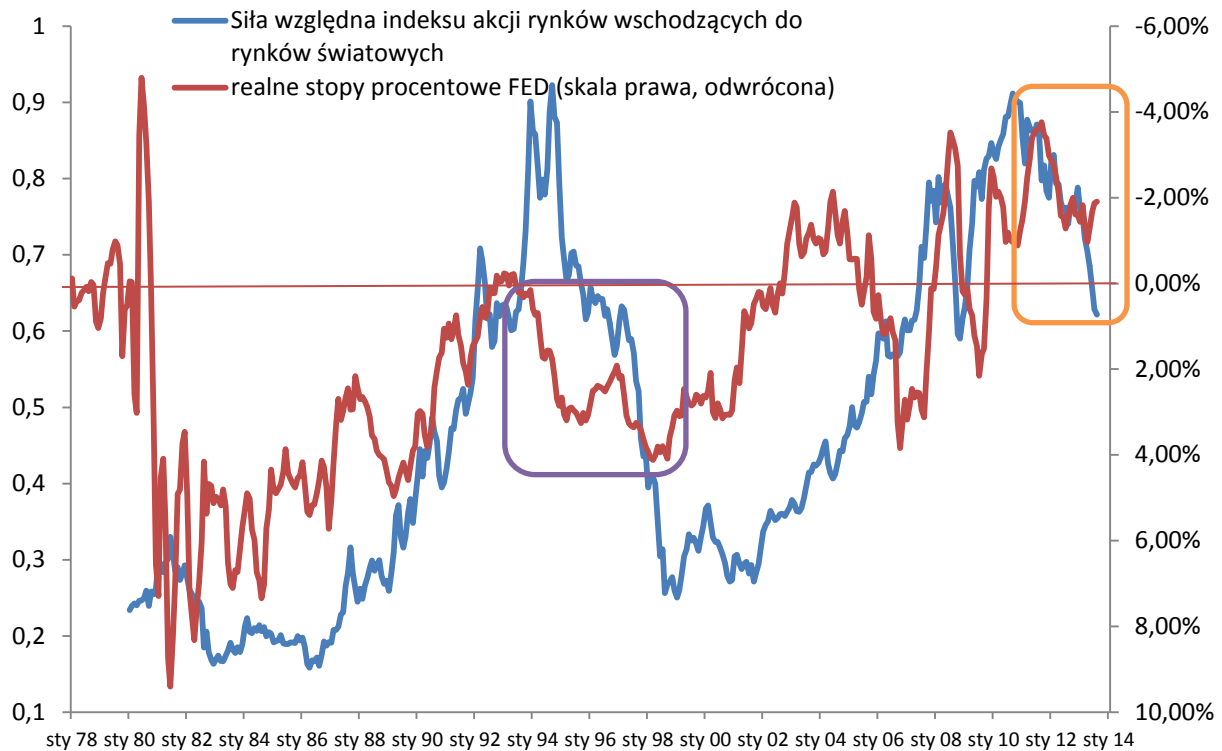
źródło: IIF, Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 24: Czy siła amerykańskiej waluty odpowiada za trendy na rynkach wschodzących?



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 25: Zależność trendów na rynkach wschodzących od zmian w realnych stopach procentowych w USA – stopa interwencyjna FED.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 26: Zależność trendów na rynkach wschodzących od zmian w realnych stopach procentowych w USA – 10-letnie obligacje skarbowe.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Ponieważ jednak widoczna w ostatnich trzech latach słabość akcji rynków wschodzących przypomina swoją dynamiką trend spadkowy, jaki znamy z kryzysowych lat 1995-2001, warto pochylić się nad tym czy ten gospodarczy czarny scenariusz może się teraz powtórzyć. W przypadku Rosji dzisiejszy poziom cen ropy (10-krotnie wyższy niż w 1998 roku) oraz nagromadzone przez lata znaczące rezerwy walutowe przy niskim poziomie zadłużenia, wykluczają ten kraj z grona potencjalnych ofiar zapowiadanego kryzysu na rynkach wschodzących. W krajach azjatyckich (po wyłączeniu Chin, w których ewentualna recesja jest mniej zależna od polityki Fed czy przepływu kapitałów), sytuacja jest niejednoznaczna. Niedawni liderzy wzrostów i ulubieńcy inwestorów, czyli takie państwa jak Indonezja, Wietnam, Filipiny czy Malezja, w portfelach wielu zarządzających zajęły miejsce krajów należących do BRIC. Teraz muszą zmagać się z jednej strony ze spowolnieniem chińskiej gospodarki będącej głównym partnerem handlowym, a z drugiej z 25-proc. dewaluacją waluty istotnego konkurenta w regionalnym handlu, czyli Japonii. Z tej perspektywy konkurencyjne dewaluacje, jakie mają miejsce w tych państwach w ostatnich miesiącach wydają się procesem dostosowawczym, ale pozbawionym znamion głębokiego kryzysu, który dotknął te kraje 16 lat wcześniej.

Ciekawym przypadkiem jest natomiast Brazylia, będąca bardziej globalnym graczem, w mniejszym stopniu narażonym na skutki japońskiego interwencjonizmu. W styczniu 1999 roku, w kilka miesięcy po bankructwie Rosji oraz ponad rok od wybuchu azjatyckiego kryzysu, Brazylia została zmuszona do uwolnienia kursu swojej waluty i odejścia od stosowanej przez kilka lat pełzającej deprecjacji (*crowling peg*) znanej również z naszego kraju (wykres 27). Ze względu na istotną różnicę w inflacji pomiędzy państwami, stopniowe osłabianie się reala było zbyt małe dla utrzymania odpowiedniej konkurencyjności towarów eksportowych. Również wzrost produktywności gospodarki okazał się niewystarczający, żeby usprawiedliwić poziom kursu walutowego. Jednak bezpośrednią przyczyną 60% dewaluacji i zmiany reżimu walutowego był gwałtowny odpływ kapitału.

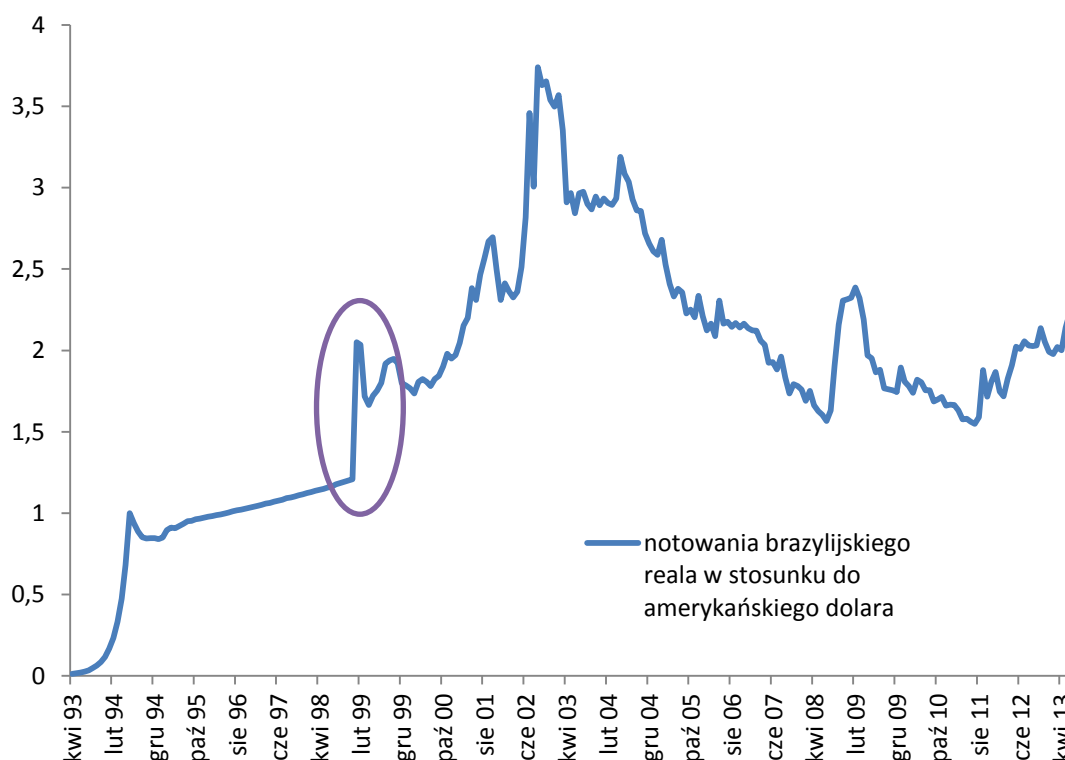
Pierwsza odłona wycofywania się inwestorów z brazylijskiej giełdy i rynku obligacji miała miejsce pod koniec 1997 roku w czasie azjatyckiej zawieruchy. Jednak była ona relatywnie mała i kapitał szybko powrócił ze wzmożoną siłą. Dopiero panika na rynkach światowych, której symbolicznym początkiem było bankructwo Rosji w sierpniu 1998 roku, a prawdziwym epicentrum zaskakujący koniec prowadzonego przez noblistów funduszu LTCM, wywołała falę odpływu środków m.in. z Brazylii. Deficyt obrotów bieżących, który wynosił wtedy ponad 4% PKB, był finansowany w dużym stopniu przez ten chwiejny i krótkoterminowy kapitał. Jego nagłe wycofanie, przy stosowanym mechanizmie *crowling peg* spowodowało szybkie wyzerowanie skromnego zasobu rezerw walutowych. Bank centralny Brazylii nie miał innego wyjścia jak tylko pozwolić na urealnienie kursu, gdyż nie miał już czym dalej finansować reżimu walutowego. Natomiast obecnie, chociaż rosnące wyraźnie ujemne saldo obrotów bieżących sięgnęło ponad 3% PKB, sytuacja największej gospodarki Ameryki Południowej jest moim zdaniem znacznie lepsza niż kilkanaście lat temu (wykres 28). Po pierwsze, kurs walutowy jest wolny, choć przez to w latach 2009-2011 zbyt mocno poszybował w górę, obniżając konkurencyjność eksportu. Po drugie, istotnym źródłem finansowania deficytu były i są inwestycje bezpośrednie, których skala może zostać zmniejszona w czasie kryzysu, ale nie da się ich łatwo wycofać, jak to jest w przypadku akcji i obligacji (wykresy 29-30). Po trzecie, Brazylia ma cały czas nadwyżkę w handlu towarami, co sugeruje, że kurs walutowy nie odbiega znacząco od poziomu równowagi.

Za rosnący deficyt obrotów bieżących odpowiada w dużej mierze saldo usług i dochodów. Wy wpływ dewiz z tego tytułu wiąże się z ... sukcesem odniesionym przez Brazylię na polu pozyskiwania

inwestycji bezpośrednich oraz odkrycia gigantycznych złóż ropy (wykresy 31-32). Zanim będzie można korzystać z eksportu ropy trzeba zapłacić za technologię i możliwość jej wydobycia. Dlatego dzisiejsze inwestycje powodujące wzrost deficytu na rachunku bieżącym, jutro powinny przynieść owoce w postaci dynamicznego wzrostu eksportu. Wyływ walut z tytułu dochodów jest również związany z płatnością odsetek od obligacji kupowanych przez zagraniczne fundusze.

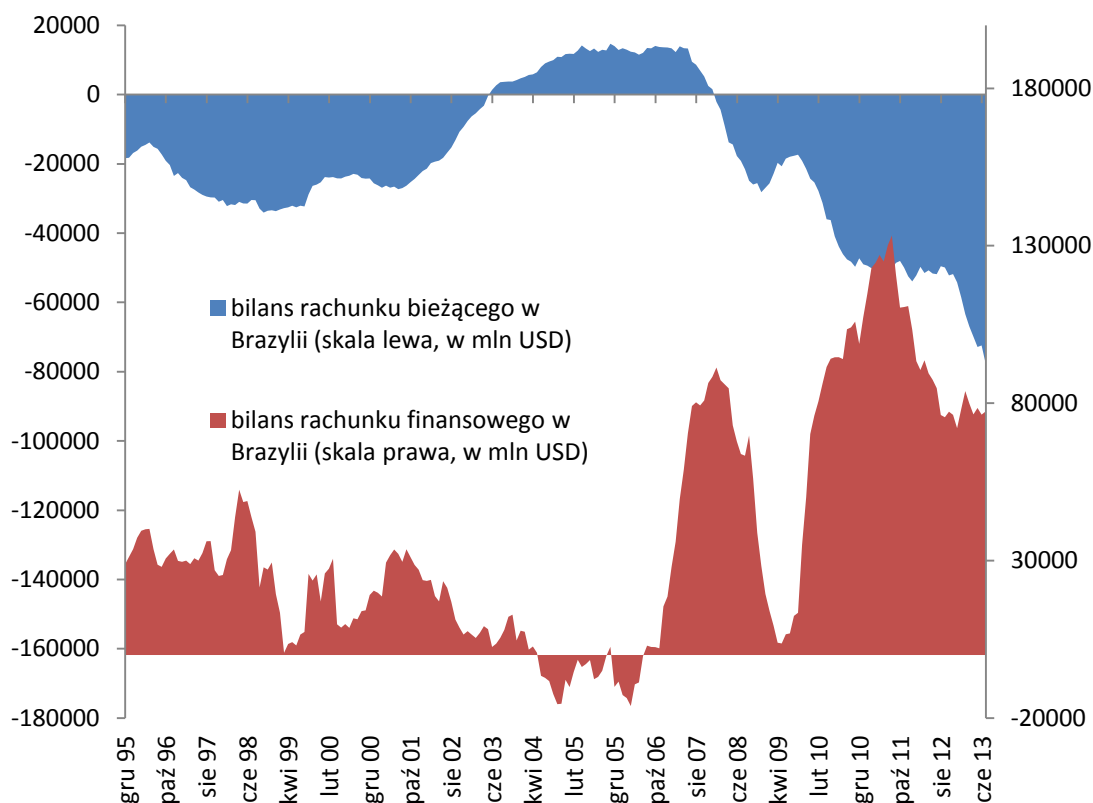
Wycofanie się tych funduszy automatycznie zmniejszy też przynajmniej częściowo deficyt, który trzeba finansować. Po czwarte wartość zaskórniaków, czyli rezerw walutowych, jakie Brazylia zdołała odłożyć przez lata nadmiernego napływu kapitału zagranicznego, jest bardzo duża w porównaniu ze skalą przepływu inwestycji portfelowych (wykresy 33-34).

Wykres 27: Historia notowań brazylijskiego reala względem amerykańskiego dolara.



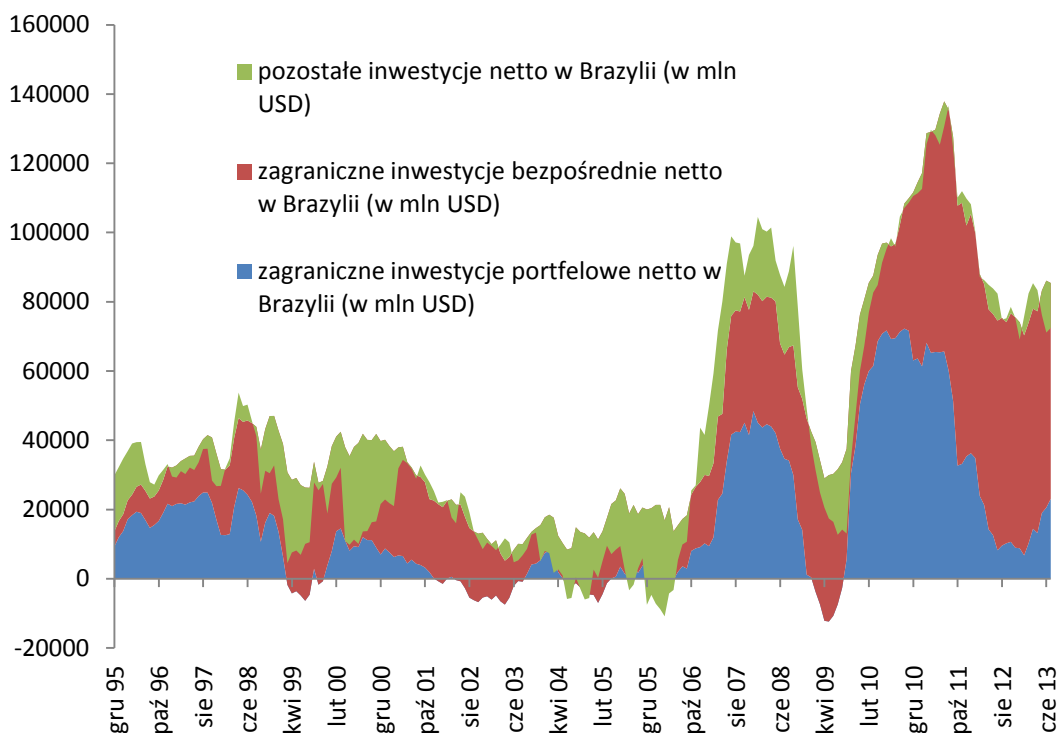
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 28: Roczne saldo w rachunku bieżącym i finansowych w Brazylii.



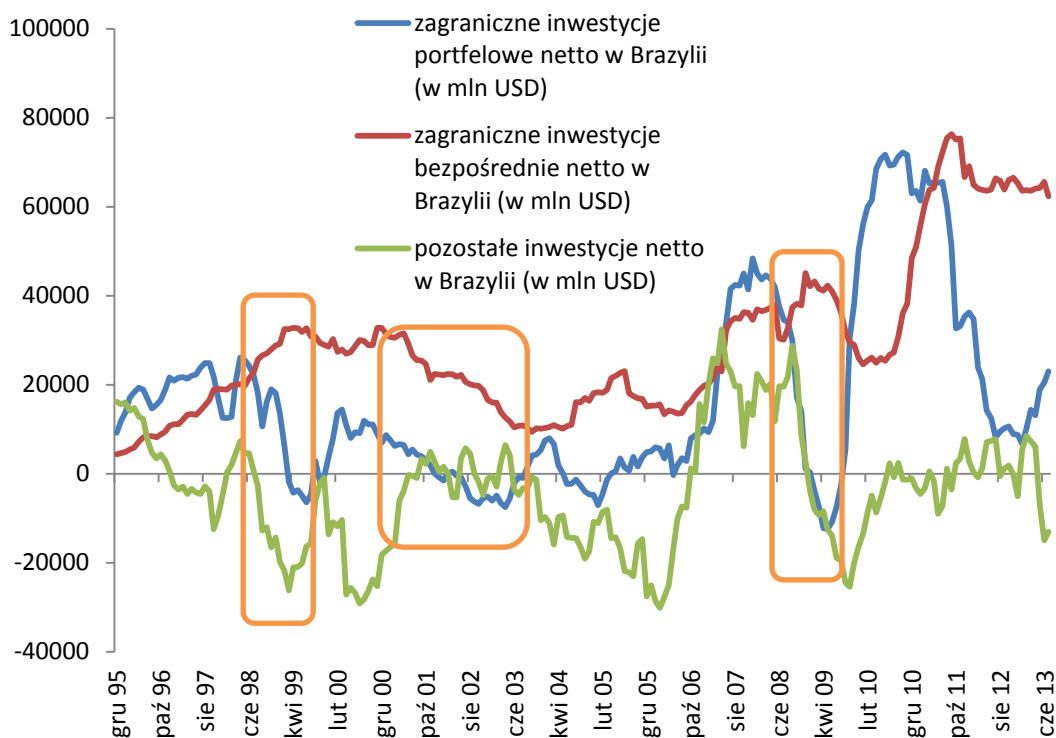
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 29: Roczna zmiana rachunku finansowego w bilansie płatniczym Brazylii w podziale na składniki.



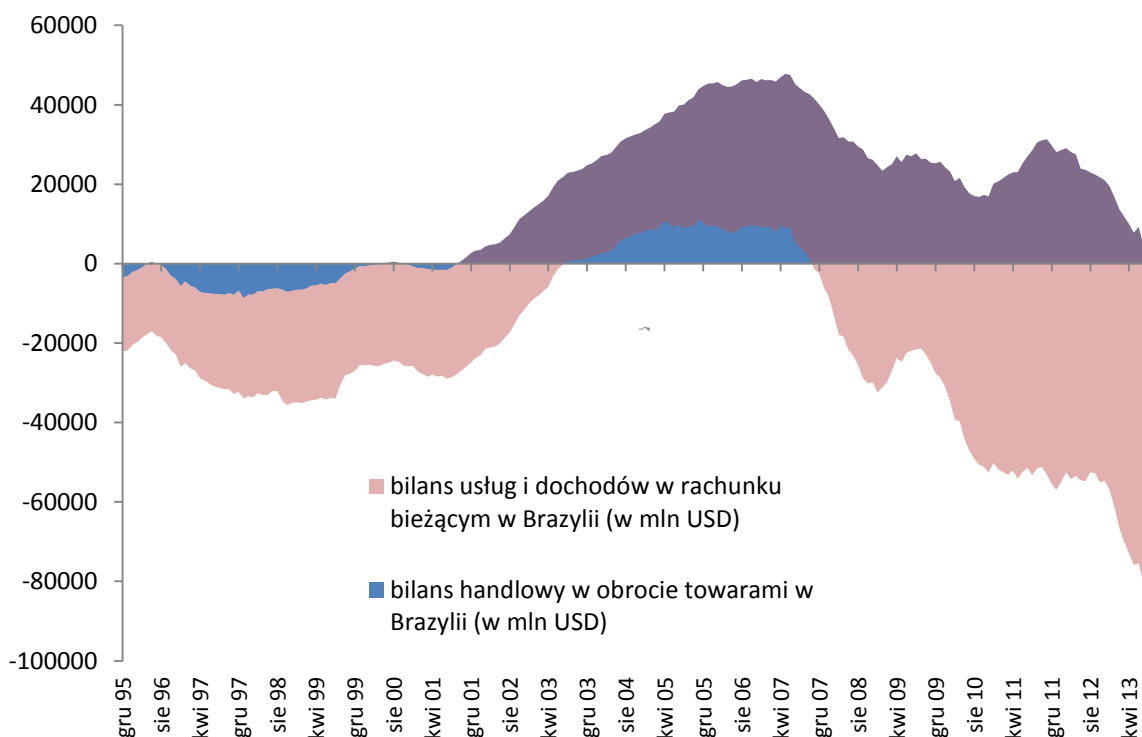
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 30: Roczne przepływy inwestycji zagranicznych: portfelowych, bezpośrednich i innych w Brazylii.



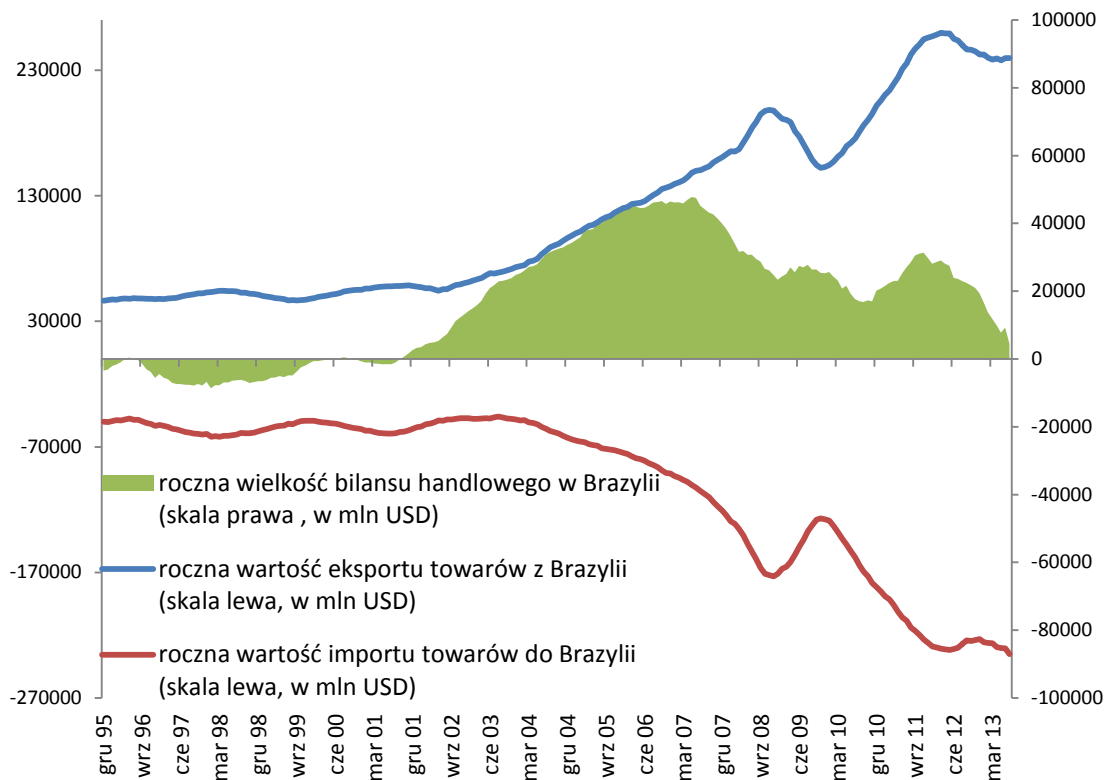
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 31: Składniki bilansu obrotów bieżących w Brazylii.



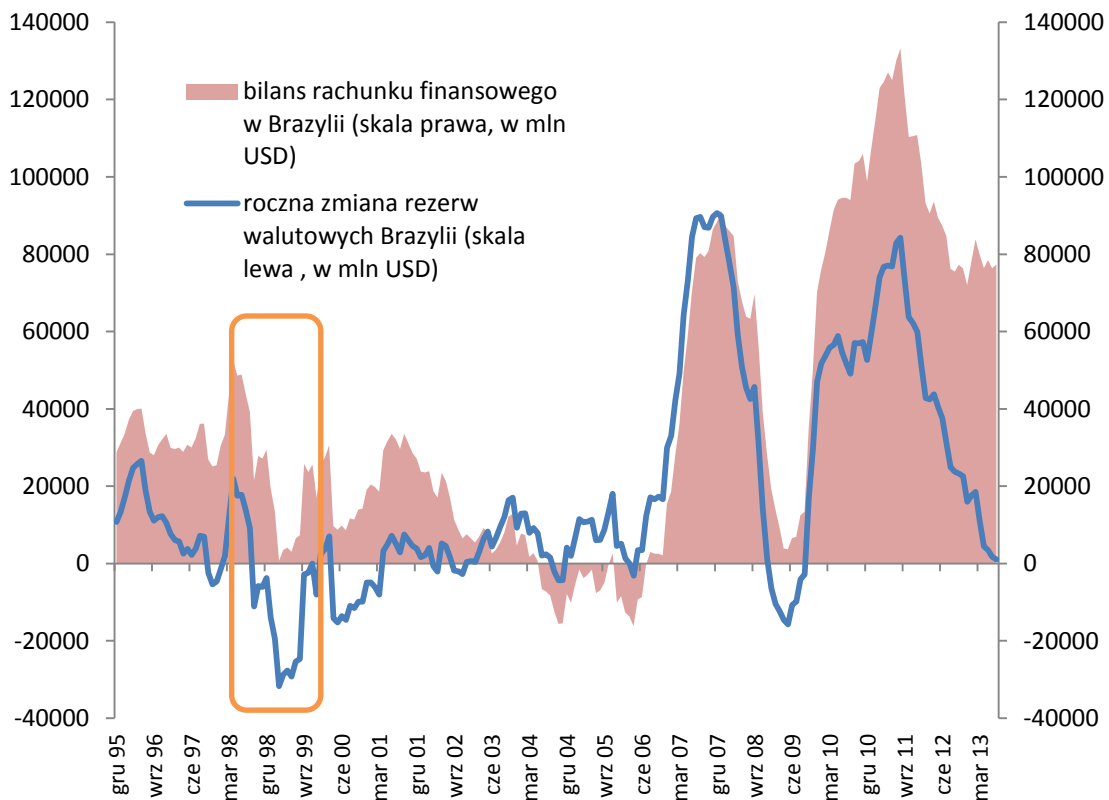
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 32: Eksport, import i saldo wymiany towarowej w Brazylii.



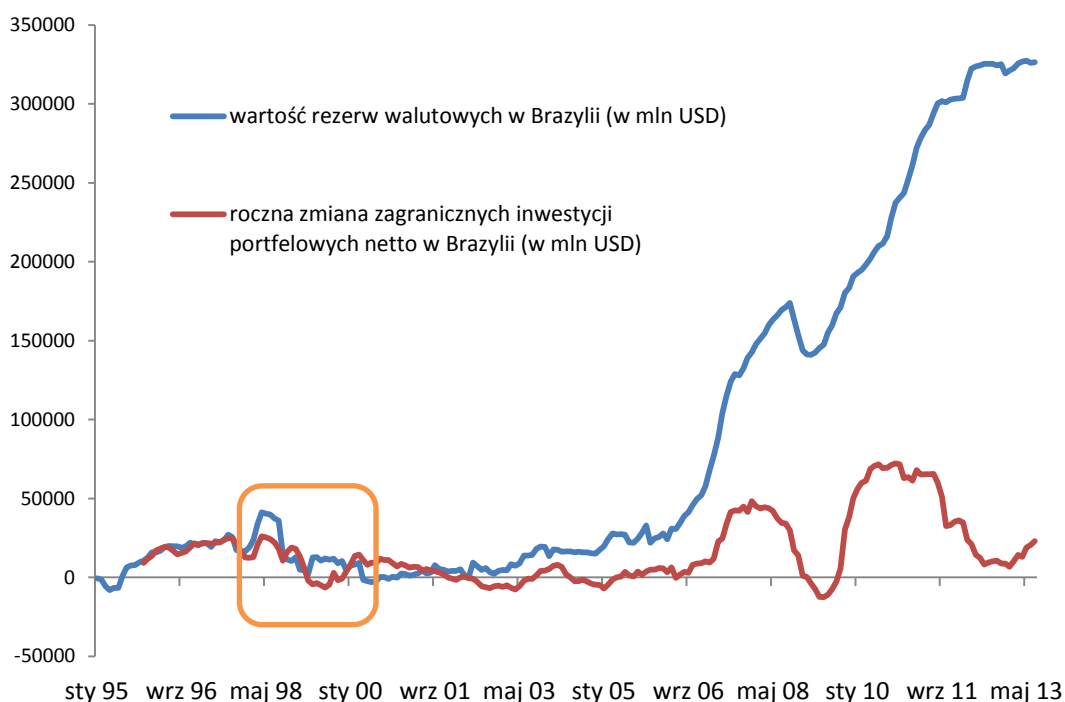
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 33: Roczna zmiana rezerw walutowych i przepływów finansowych w Brazylii.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 34: Skala zagranicznych inwestycji portfelowych na tle rezerw walutowych w Brazylii.



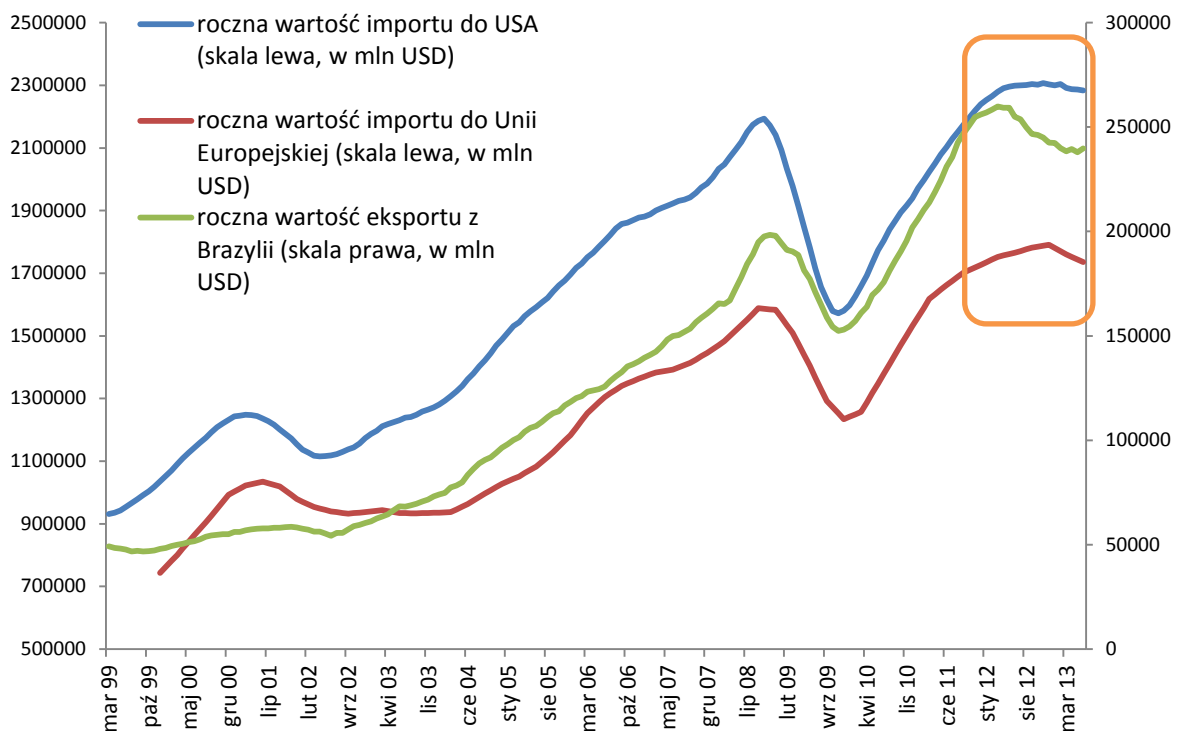
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wreszcie piątym argumentem, który daje nadzieję na to, że Brazylia zdoła uniknąć powtórki z kryzysu, jaki dotknął większość państw tego regionu w latach 1999-2002, jest coraz silniejsze uzależnienie gospodarki od sytuacji głównych partnerów handlowych. Po okresie dwuletniej stagnacji w USA i w Unii Europejskiej, która spowodowała zastój w brazylijskim eksporcie, ostatnie dane napływające z tych gospodarek dają nadzieję na widoczną poprawę w międzynarodowym handlu w kolejnych kwartałach (wykres 35). Nawet Chiny, będące dla Brazylii ważnym odbiorcą towarów, pokazują oznaki stabilizacji po ostatnim spowolnieniu. Pomimo relatywnie silnego juana potencjał eksportowy, a więc i zapotrzebowanie na import w Chinach wcale nie maleje (wykres 36). Jeśli ekscytacja inwestorów poprawą gospodarczą na rynkach rozwiniętych rzeczywiście ma podstawy i będzie można mówić o dłuższym ożywieniu, to jednym z beneficjentów powinny być także rynki wschodzące, dzięki wymianie handlowej. Ulgę powinny odczuć zarówno Brazylia, czy Turcja, jak i Indie, których eksport pozostaje w stagnacji od 2011 roku.

W Indiach, podobnie jak w przypadku Turcji, jednym z głównych czynników stojących za rosnącym deficytem obrotów bieżących jest znaczący import ropy i jej pochodnych, które stanowią ok. 30% całości towarów sprowadzanych z zagranicy. Dodatkowo Hindusi sprowadzają duże ilości (15% importu) złota, srebra, pereł i kamieni szlachetnych (wykresy 37-38). Jednak, w przeciwieństwie do importu ropy, żywności, środków chemicznych czy ubrań, które są zużywane lub wyparowują zaraz po ich zakupie, metale i kamienie szlachetne w gruncie rzeczy stanowią w Indiach nieoficjalną wersję rezerw walutowych. Chociaż rząd w Delhi stara się zastopować ten pęd obywateli do zamiany pieniądza papierowego na złoto, to jednak najlepszym sposobem na zatrzymanie szalejącego deficytu handlowego będzie wzrost eksportu.

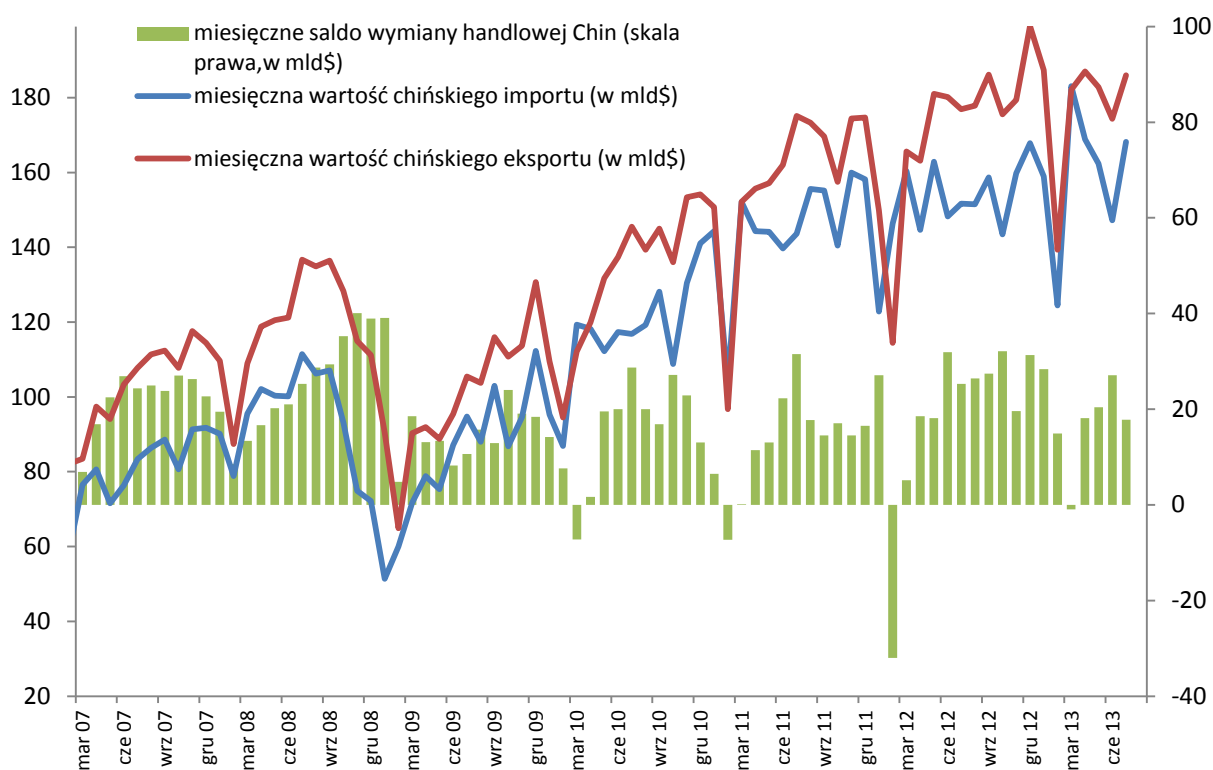
Korelacja pomiędzy zmianami we wskaźnikach PMI w USA, czy w Europie, a dynamiką eksportu i produkcji przemysłowej na rynkach wschodzących sugeruje, że okres gospodarczej smuty i stagnacji na tych rynkach może się skończyć jeszcze w tym roku (wykresy 39-44). Z tej perspektywy ostatnie osłabienie walut na tych rynkach może tylko wspomóc proces poprawy i spowodować, że te znieawidzone przez inwestorów rynki mogą odrodzić się w przyszłym roku niczym Feniks z popiołów. Biorąc pod uwagę dzisiejszy konsensus taki scenariusz byłby chyba jednym z największych zaskoczeń 2014 roku.

Wykres 35: Wzrost importu u głównych partnerów handlowych nadzieją na wzrost brazylijskiego eksportu.



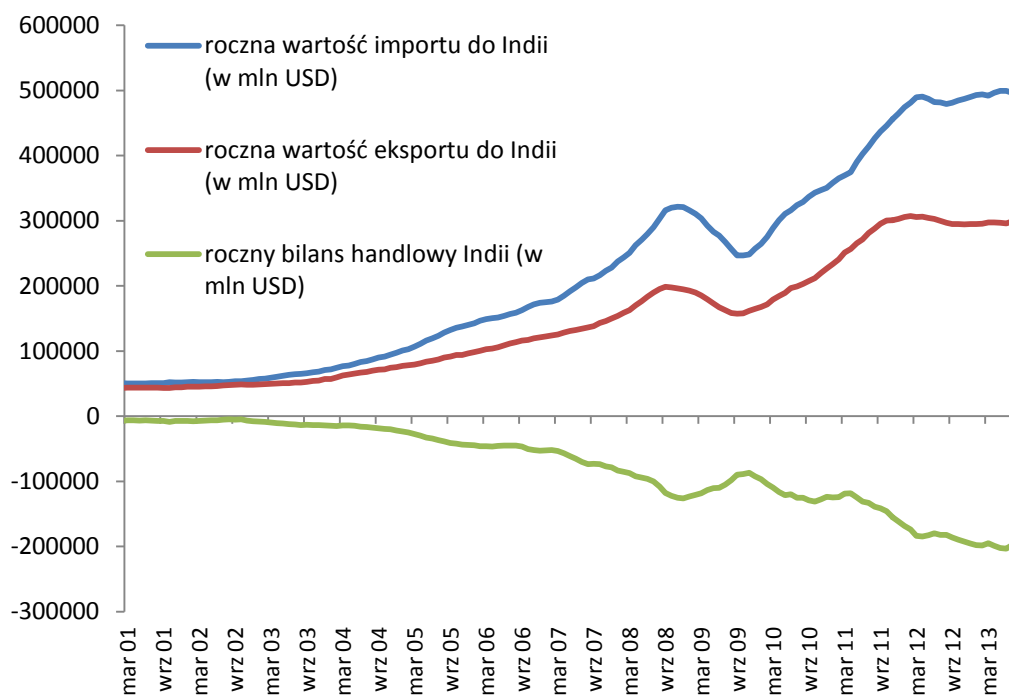
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 36: Wartość chińskiego importu i eksportu oraz saldo handlu zagranicznego.



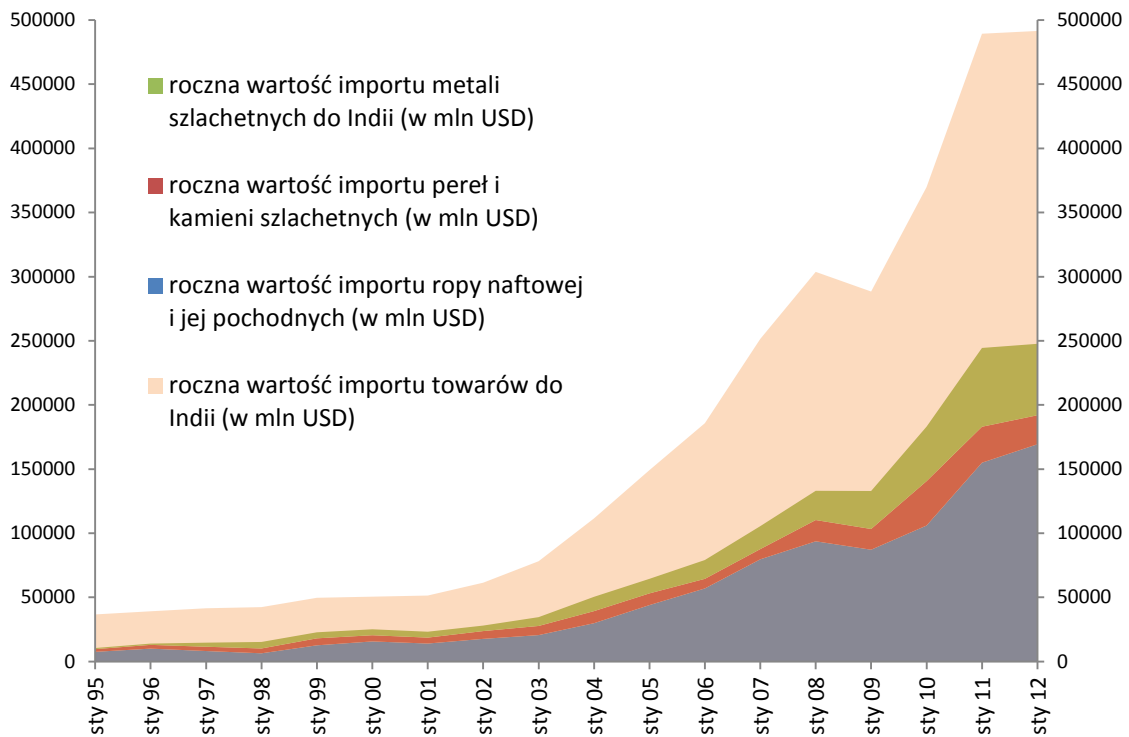
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 37: Eksport, import i bilans wymiany handlowej w Indiach.



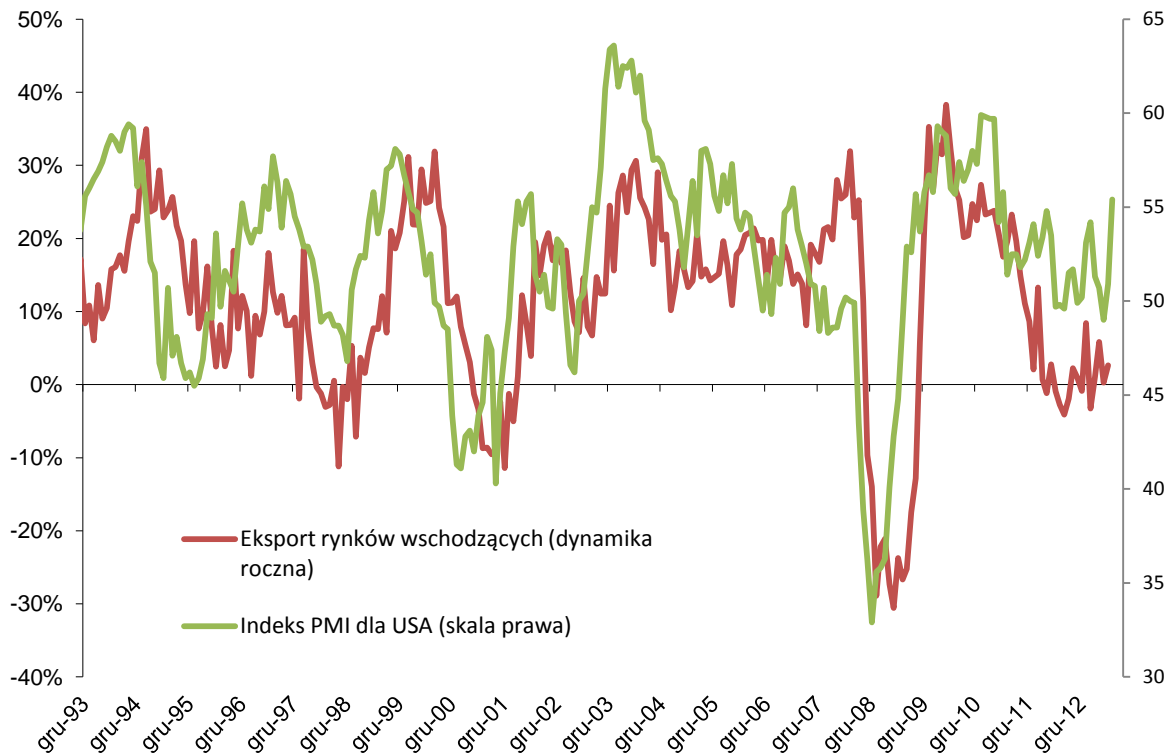
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 38: Zakupy ropy i metali szlachetnych, jako główne składniki importu w Indiach.



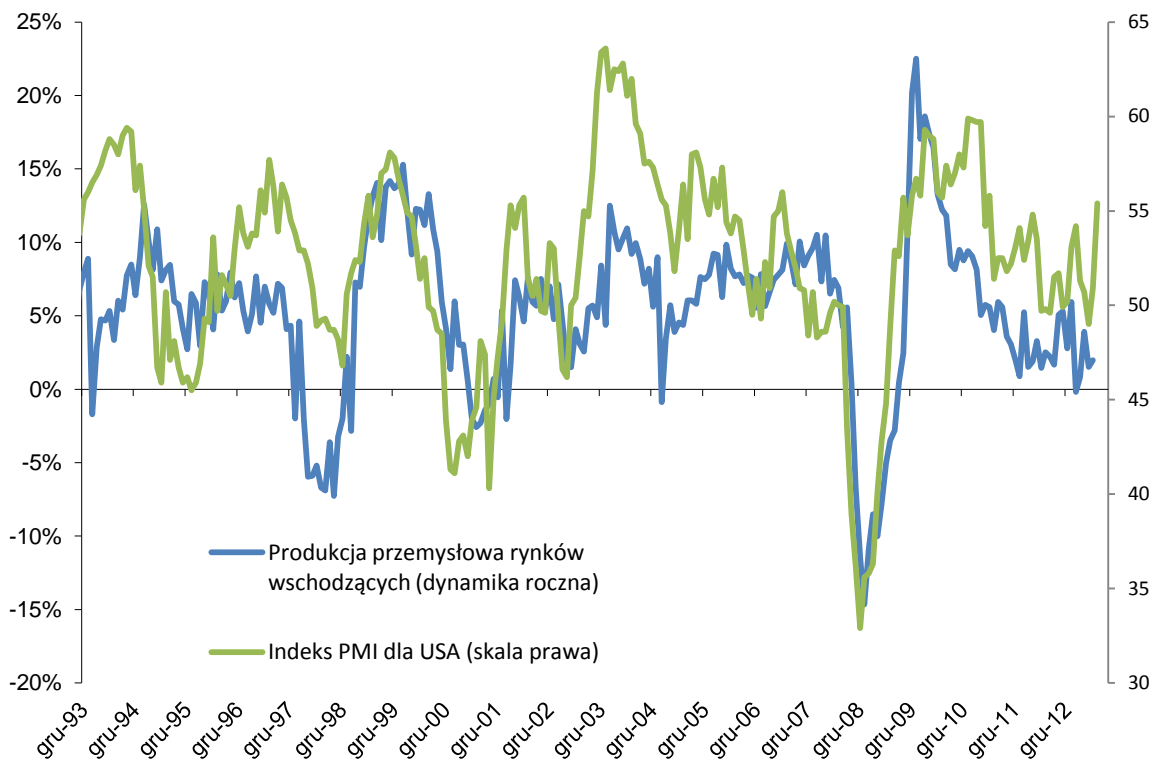
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 39: Zależność dynamiki eksportu rynków wschodzących od kondycji amerykańskiej gospodarki.



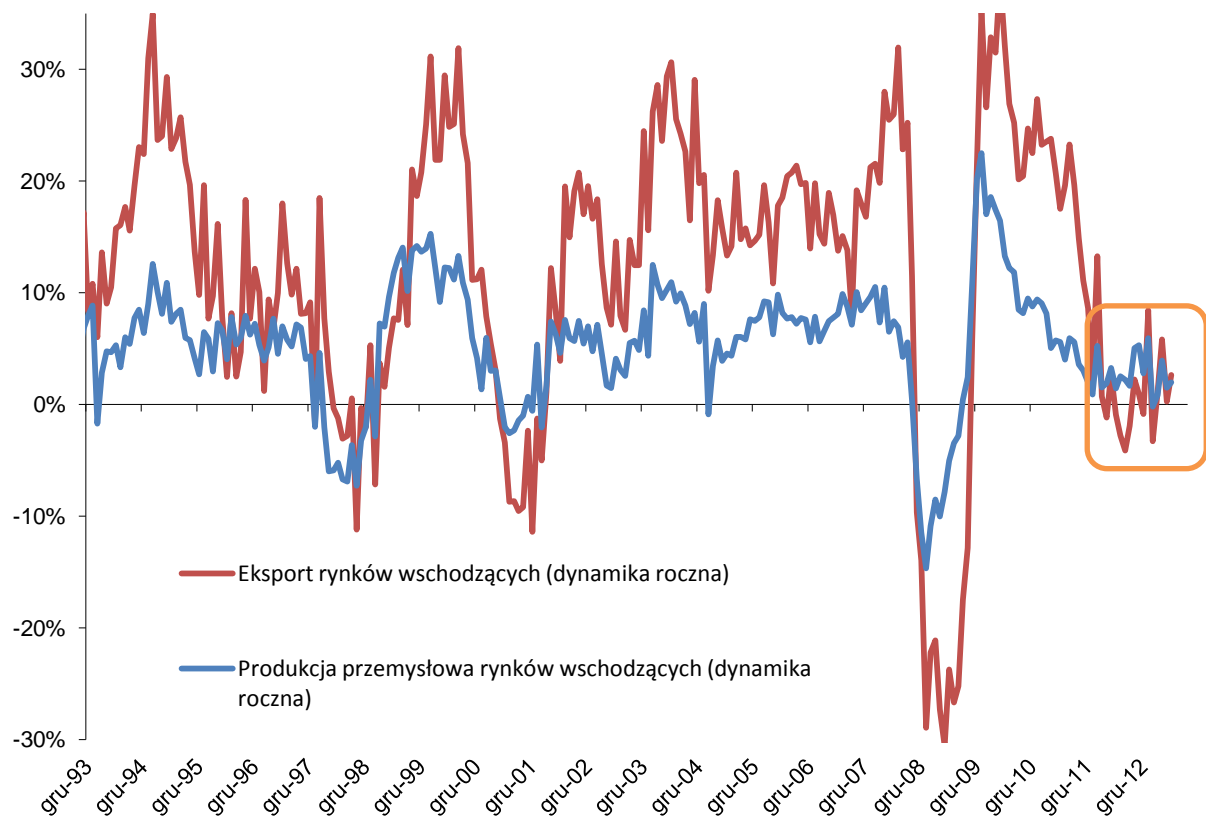
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 40: Dynamika produkcji przemysłowej na rynkach wschodzących na tle indeksu PMI w USA.



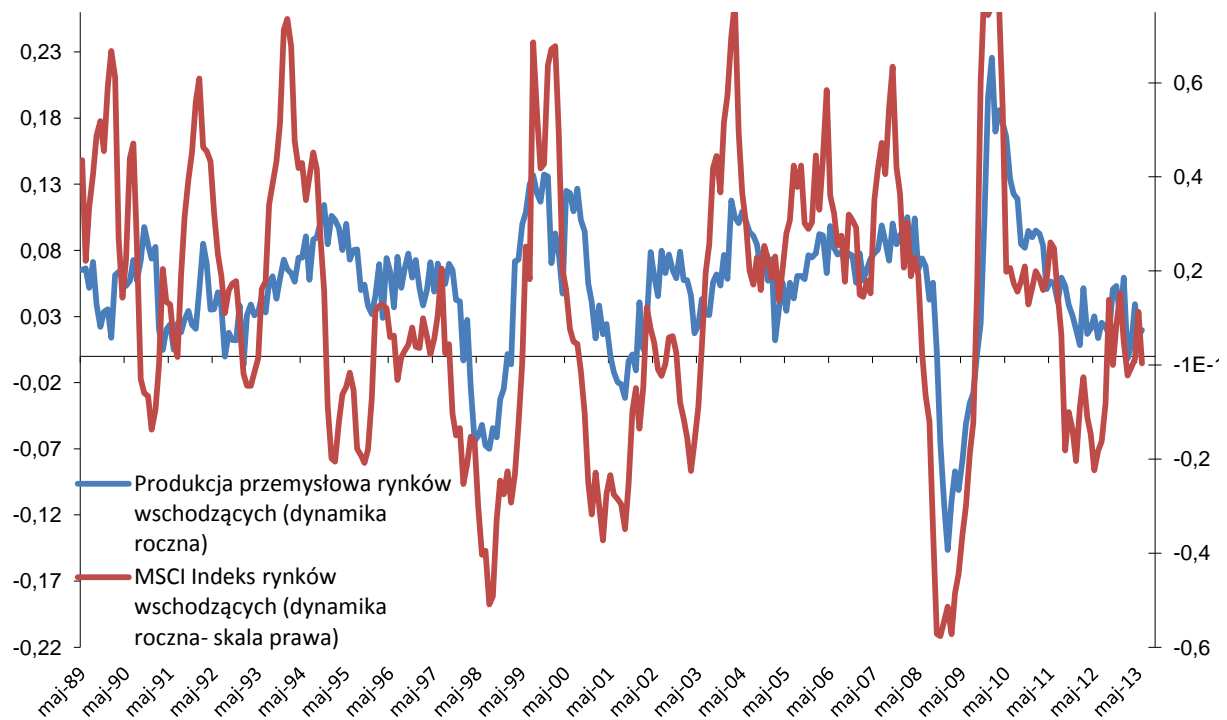
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 41: Dynamika produkcji przemysłowej i eksportu na rynkach wschodzących.



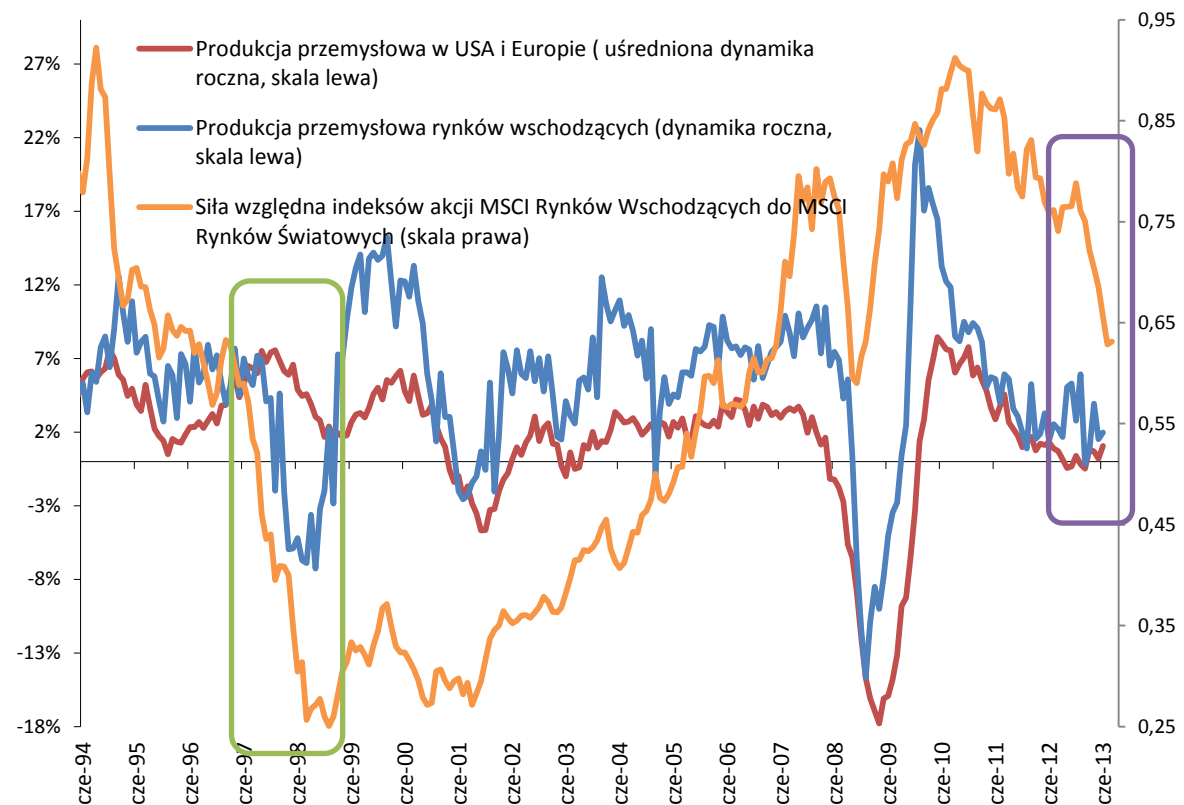
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 42: Dynamika produkcji przemysłowej na tle zmian indeksu akcji rynków wschodzących.



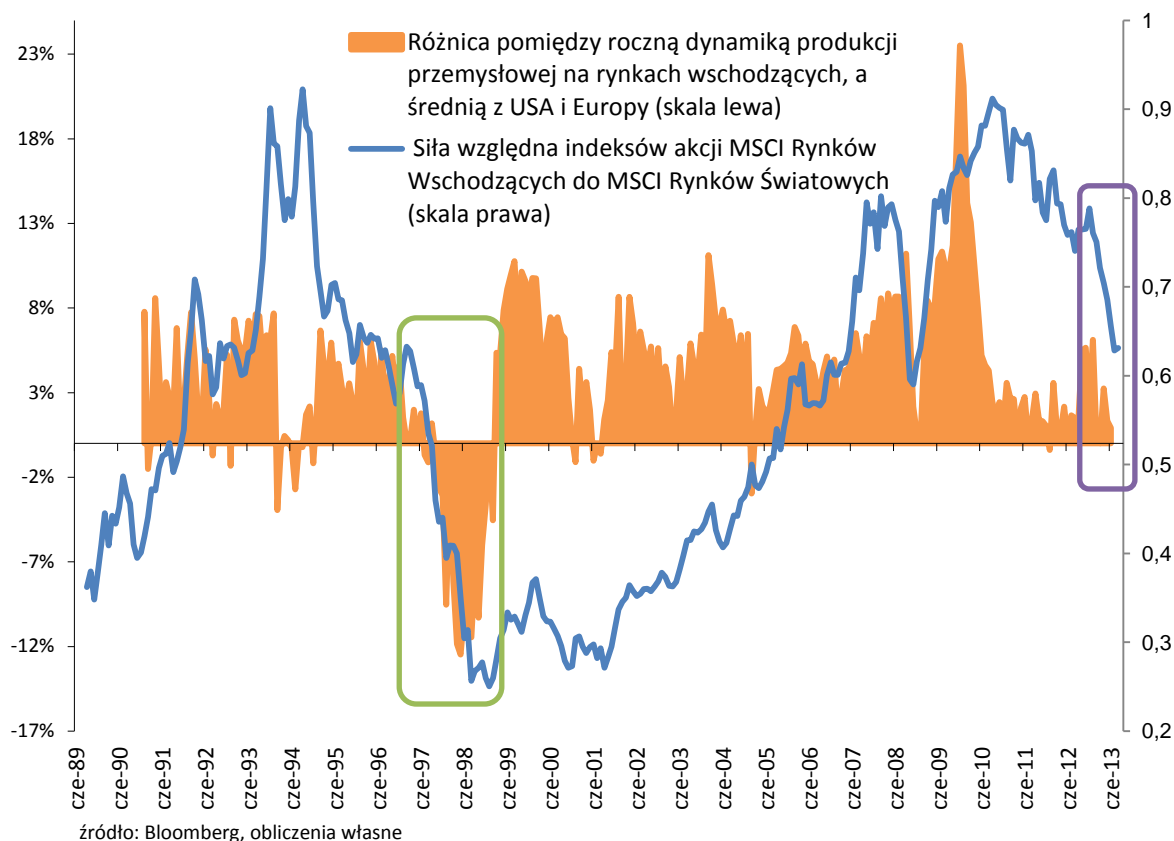
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 43: Siła względna rynków wschodzących do rynków światowych na tle dynamiki produkcji przemysłowej na tych rynkach.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 44: Siła względna rynków wschodzących do rynków światowych na tle różnicy w dynamice produkcji przemysłowej między tymi rynkami.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Niniejszy materiał ma wyłącznie charakter reklamowy. Opracowany został przez Investors TFI S.A. w związku z zarządzaniem funduszami inwestycyjnymi. Materiał oraz zawarte w nim prognozy stanowią wyłącznie wyraz poglądów jego autora i oparte zostały na stanie wiedzy aktualnym na dzień jego sporządzenia. Przy sporządzeniu materiału i zawartych w nim prognoz oparto się na informacjach pozyskanych z powszechnie dostępnych i uznanych za wiarygodne źródła, dokładając należytej staranności, aby informacje zamieszczone w niniejszym materiale były rzetelne, niemniej jednak nie można zagwarantować ich poprawności, kompletności i aktualności. Investors TFI S.A. zastrzega sobie możliwość zmiany przedstawionych opinii, w tym w przypadku zmiany sytuacji rynkowej, bez konieczności powiadamiania o niej adresatów niniejszego materiału. Investors TFI S.A. nie gwarantuje ziszczenia się scenariuszy lub prognoz zamieszczonych w niniejszym materiale, w szczególności przedstawione informacje (historyczne i prognozowane) nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Materiał niniejszy nie stanowi oferty publicznej ani publicznego oferowania w zakresie nabycia lub sprzedaży jakichkolwiek papierów wartościowych ani oferty w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny.

Wnioski wyciągnięte na podstawie przedstawionych komentarzy i prognoz nie powinny stanowić samodzielnej podstawy jakichkolwiek decyzji inwestycyjnych. Niniejszy materiał nie zawiera pełnych informacji niezbędnych do oceny ryzyka związanego z inwestycją w papiery wartościowe oraz inne instrumenty finansowe. Decyzje inwestycyjne, co do inwestowania w fundusze inwestycyjne powinny być podejmowane wyłącznie po zapoznaniu się z Prospektem Informacyjnym/Prospektem Emisyjnym funduszu, zawierającym szczegółowe informacje w zakresie: czynników ryzyka, zasad sprzedaży jednostek uczestnictwa/certyfikatów inwestycyjnych funduszy, tabelę opłat manipulacyjnych oraz informacje podatkowe. W/w Prospekty Informacyjne/Prospekty Emisyjne dostępne są w punktach dystrybucji funduszy, w siedzibie Investors TFI S.A. oraz na stronie www.investors.pl. Dotychczasowe wyniki funduszy inwestycyjnych nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Investors TFI S.A. ani zarządzane przez nie fundusze nie gwarantują osiągnięcia założonych celów inwestycyjnych funduszy. Przy nabyciu jednostek uczestnictwa/certyfikatów inwestycyjnych funduszy pobierana jest opłata manipulacyjna na zasadach i w wysokości określonej w Prospekcie Informacyjnym/Prospekcie Emisyjnym funduszu. Prezentowane stopy zwrotu z inwestycji nie uwzględniają opłat manipulacyjnych pobieranych przy nabyciu jednostek uczestnictwa/certyfikatów inwestycyjnych lub konwersji jednostek uczestnictwa. Wartość certyfikatów/jednostek uczestnictwa może cechować się dużą zmiennością, w związku z czym uczestnik funduszu powinien liczyć się z możliwością utraty części wpłaconego kapitału. Zyski osiągnięte z inwestycji w jednostki uczestnictwa/certyfikaty inwestycyjne funduszy obciążone są podatkiem od dochodów kapitałowych, na podstawie Ustawy z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych (t.j.: Dz.U. z 2012361 z późn. zm.).

Investors Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Zebra Tower | ul. Mokotowska 1 | 00-640 Warszawa

tel. +48 22 378 9100 | fax +48 22 378 9101

www.investors.pl | office@investors.pl