

KAPITAŁ

Prawdziwe przyczyny napięć handlowych w Stanach Zjednoczonych

June 26, 2018

Coraz więcej mówi się o „wojnie handlowej” pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a kilkoma spośród ich najważniejszych partnerów handlowych. Chiny boleśnie odczuwają wpływ ceł nałożonych przez Stany Zjednoczone na szeroki wachlarz towarów i odpowiadają groźbą działań odwetowych, czego efektem jest wymiana werbalnych ciosów pomiędzy dwoma największymi gospodarkami na świecie. Norm Boersma z zespołu Templeton Global Equity Group analizuje przyczyny bieżących napięć handlowych. Podczas gdy ta sytuacja może nasilić presję na wzrost inflacji i stóp procentowych, która narasta pod koniec cyklu rynkowego (co może być korzystne dla akcji spółek selekcionowanych według kryterium wartości, które mogą zyskiwać w takich warunkach), Boersma uważa, że ostatecznie zmiany są per saldo niekorzystne dla globalnego wzrostu i międzynarodowej współpracy.

Norm Boersma, CFA**CIO****Templeton Global Equity Group****Kontekst: wzrost protekcjonizmu**

Napięcia handlowe od kilku miesięcy nie schodzą z pierwszych stron gazet, ostatecznie konflikty wydają się eskalować, a przyczyny tego problemu mają głębokie korzenie. Kilka ostatnich dekad upłynęło pod znakiem ewoluującej i coraz szerszej globalizacji, która jest korzystna dla zachodnich konsumentów, producentów z rynków wschodzących oraz światowej gospodarki w ujęciu ogólnym. Proces ten wyciągnął miliony ludzi z biedy i znacząco podniósł poziomy zarobków klasy średniej na całym świecie. Niemniej jednak dystrybucja korzyści płynących z globalizacji nie była równomierna. Pracownicy fizyczni w krajach zachodnich, których zastąpiono zagraniczną siłą roboczą i którzy mieli trudności z dostosowaniem się do nowych warunków ekonomicznych, ze zrozumiałych względów czują się rozczarowani globalizacją.

Kryzys finansowy sprzed dekady nie zmienił tej sytuacji, podobnie jak reakcja w obszarze polityki gospodarczej, która wprawdzie wygenerowała pożądaną przez inwestorów wzrost cen aktywów, ale nie przełożyła się na inflację płac, jakiej oczekiwali pracownicy.

Z tych i innych powodów na rynkach rozwiniętych zaczął narastać protekcjonizm, co znalazło odzwierciedlenie w uruchomionej przez prezydenta Stanów Zjednoczonych Donalda Trumpa polityce „America first”. Problem w tym, że, jak pokazuje nasze doświadczenie, protekcjonistyczna polityka rzadko przynosi obiecywane rezultaty w dłuższej perspektywie.

Zapowiedziane przez Trumpa nałożenie ceł na import długiej listy towarów, takich jak stal, aluminium, panele słoneczne czy artykuły gospodarstwa domowego, stanowią część protekcyjnistycznej polityki handlowej, obejmującej także wycofanie się Stanów Zjednoczonych z Partnerstwa Transpacyficznego i trwające dochodzenie w sprawie stosowanych przez Chiny praktyk związanych z własnością intelektualną. W czerwcu 2018 r. amerykańskie Biuro Przedstawiciela Handlowego Stanów Zjednoczonych wzięło na cel ponad 1.000 chińskich wyrobów, dla których łączna wartość rocznej wymiany handlowej w 2018 r. sięgnęła ok. 50 mld USD.^[1] Cła mają być nakładane etapami i mają być skoncentrowane przede wszystkim na kluczowych produktach przemysłowych i technologiach związanych z chińską inicjatywą „Made in China 2025”.

Cła w odpowiednim kontekście

Nakładanie ceł nie jest nowym elementem amerykańskiej polityki handlowej; każdy prezydent od czasu Jimmy’ego Cartera stosował pewnego rodzaju protekcyjnistyczne ograniczenia handlu, w tym często na rynku stali. Cła wprowadzone przez Trumpa w wielu przypadkach same w sobie nie wyrządzą poważniejszych szkód; najważniejsze spośród nich, czyli cła na import stali i aluminium, w krótkiej perspektywie zmniejszą amerykański produkt krajowy brutto zaledwie o 0,2% w ujęciu rocznym.^[2]

Natomiast faktycznie nowym elementem tej polityki jest jej kontekst. Cła wprowadzane są w chwili, gdy Ameryka zaczyna zwracać się do wewnątrz i odchodzić od długo odgrywanej roli lidera wolnorynkowego kapitalizmu, międzynarodowej współpracy i innych wartości definiujących globalizację. Ten moment jest, według nas, szczególnie niebezpieczny ze względu na zwiększone prawdopodobieństwo bardziej niepokojących form działań odwetowych, w szczególności ze strony Chin, w czasie, gdy prezydent Xi Jinping stara się przedstawić alternatywę dla wartości i hegemonii Stanów Zjednoczonych.

Własność intelektualna: oliwa dolana do ognia

Rzeczywiste ryzyko związane jest, w naszej ocenie, z tym, że wprowadzone dotychczas cła to tylko wstęp do pełnoprawnej i wielostronnej wojny handlowej, która może odbić się na całej globalnej gospodarce. Bodaj najważniejszym punktem zapalnym potencjalnego konfliktu może być kwestia praw własności intelektualnej w sektorze technologicznym. Według opublikowanego w 2017 r. raportu sporządzonego po dochodzeniu Biura Przedstawiciela Handlowego Stanów Zjednoczonych w sprawie stosowanych przez Chiny praktyk w obszarze własności intelektualnej, kradzieże własności intelektualnej przez Chińczyków kosztują amerykańskie spółki nawet 600 mld USD rocznie.^[3]

Eskalacja wojny handlowej między Chinami a Stanami Zjednoczonymi oznaczałaby wzrosty cen dla konsumentów oraz prawdopodobne przyspieszenie inflacji, co z kolei wywierałoby presję na wzrost stóp procentowych. Ogólnie rzecz biorąc, uważamy, że prawdopodobnym rezultatem byłoby pogorszenie się koniunktury i bezpieczeństwa w obydwu krajach.

Wprowadzenie ceł to nie jedyne protekcyjnistyczne działanie podjęte przez Stany Zjednoczone. Wcześniej w tym roku Kongres przegłosował ustawę zakazującą rządowi współpracy z dwoma chińskimi przedsiębiorstwami telekomunikacyjnymi (choć później prezydent Trump bronił dostępu jednej z tych spółek do rynku amerykańskiego). Prezydent Trump zdecydował się także na nietypowy krok i zablokował przejęcie amerykańskiego producenta chipów przez singapurskiego konkurenta, uzasadniając tę decyzję względami bezpieczeństwa narodowego.

Choć uważamy, że ryzyko eskalacji wojny handlowej jest ewidentnie niekorzystne dla globalnego wzrostu i współpracy, efekty uboczne w postaci wyższej inflacji i rosnących stóp procentowych mogą z kolei uchronić akcje spółek wyróżniających się przede wszystkim wartością przed niekorzystnymi konsekwencjami. Wynika to z faktu, że papiery te są często silnie skoncentrowane we wrażliwych na zmiany stóp procentowych i inflacji sektorach takich jak finanse czy surowce.

Poszukiwanie potencjalnych możliwości

Akcje selekcjonowane według kryterium wartości wypracowały słabsze wyniki niż akcje wzrostowe w 10 spośród 11 ostatnich lat, notując najdłuższą i najgłębszą bessę w tym segmencie w historii.^[4] Problemy stylu opartego na wartości wynikały przede wszystkim ze sztucznie zaniżonych stóp procentowych, które, według nas, wypaczyły wartość pieniądza i zmusiły inwestorów do poszukiwania wzrostu i dochodu na dłuższym końcu krzywej dochodowości.

Sądzymy, że konsekwentna normalizacja stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych może sprzyjać akcjom selekcionowanym według kryterium wartości oraz innym rynkom i sektorom zyskującym na ostatnim etapie cyklu rynkowego, takim jak finanse, energetyka czy rynki europejskie. Europejskie rynki zwykle radzą sobie dobrze pod koniec cyklu w związku z dużą ekspozycją na wrażliwe na zmiany inflacji i stóp procentowych sektory, takie jak surowce czy finanse. Zyski przedsiębiorstw europejskich są znacznie niższe w porównaniu z zyskami spółek ze Stanów Zjednoczonych, ale jednocześnie wyceny akcji spółek z Europy są zaniżone na tle danych historycznych, co oferuje potencjał do wzrostu zysków i wskaźników wyceny wraz z normalizacją polityki.

Ogólnie rzecz biorąc, ryzyko eskalacji wojny handlowej uważamy za niekorzystne dla światowego wzrostu gospodarczego i koniunktury na rynkach akcji. Choć portfele budowane według kryterium wartości wydają nam się względnie dobrze przygotowane na wzrosty stóp w końcowej fazie cyklu, eskalacja napięć handlowych wciąż budzi niepokój wśród światowych inwestorów.

Komentarze, opinie i analizy zawarte w niniejszym tekście 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 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.

Dane pochodzące z zewnętrznych źródeł mogły zostać wykorzystane na potrzeby opracowania niniejszego materiału. Takie dane nie zostały odrębnie zweryfikowane, potwierdzone ani poddane kontroli przez Franklin Templeton Investments („FTI”). FTI nie ponosi żadnej odpowiedzialności za jakiejkolwiek straty wynikające z wykorzystania jakichkolwiek informacji zawartych w niniejszym materiale; inwestor może opierać swoje decyzje na przedstawionych tutaj opiniach lub wynikach analiz wyłącznie na własne ryzyko. Produkty, usługi i informacje mogą nie być dostępne pod niektórymi jurysdykcjami i są oferowane przez podmioty powiązane z FTI i/lub przez dystrybutorów, w zależności od lokalnie obowiązujących przepisów. Aby się dowiedzieć, czy dane produkty i usługi są dostępne pod określoną jurysdykcją, należy skonsultować się z profesjonalnym doradcą finansowym.

Komentarze ekspertów z Franklin Templeton Investments możesz otrzymywać bezpośrednio do swej skrzynki e-mail. Subskrybuj nasz blog: [„Beyond Bulls & Bears”](#).

Aby mieć szybki dostęp do bieżących informacji inwestycyjnych, znajdź nas na Twitterze ([@FTI Global](#)) i portalu [LinkedIn](#).

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

Jakie jest ryzyko?

Wszelkie inwestycje wiążą się z ryzykiem, włącznie z ryzykiem utraty zainwestowanego kapitału. Wartość inwestycji może rosnać lub spadać i istnieje ryzyko utraty części zainwestowanych środków. Ceny akcji podlegają wahaniom (często nagłym i gwałtownym) wywoływanym przez czynniki dotyczące poszczególnych spółek, branż czy sektorów lub ogólne warunki panujące na rynkach. Wycena papierów selekcyjowanych według kryterium ukrytej wartości może nie rosnać tak bardzo, jak oczekujemy, lub może wręcz spadać. W zależności od tymczasowej koncentracji portfela na wybranych krajach, regionach, branżach, sektorach czy typach inwestycji portfel może być narażony na wyższe ryzyko niekorzystnych wydarzeń dotyczących tych obszarów większego zaangażowania w porównaniu z portfelem utrzymującym ekspozycję na szersze spektrum krajów, regionów, branż, sektorów czy typów inwestycji. Inwestowanie w instrumenty zagraniczne wiąże się ze szczególnym ryzykiem, np. dotyczącym wahań kursów wymiany walut, niestabilności gospodarczej czy zmian na arenie politycznej; inwestowanie na rynkach wschodzących wiąże się z podwyższonym ryzykiem związanym z tymi samymi czynnikami.

[1] Źródło: Biuro Przedstawiciela Handlowego Stanów Zjednoczonych, czerwiec 2018 r.

[2] Źródło: Trade Partnership Worldwide LLC, „Dyskusja o handlu czy wojna handlowa? Szacowany wpływ ceł na rynki stali i aluminium” („Trade Discussion or Trade War? The Estimated Impacts of Tariffs on Steel and Aluminum”), 5 czerwca 2018 r.

[3] Źródło: Biuro Przedstawiciela Handlowego Stanów Zjednoczonych, „Ustalenia z dochodzenia w sprawie działań, polityki i praktyk Chin związanych z transferem technologii, własnością intelektualną i innowacjami na mocy par. 301 ustawy handlowej z 1974 r.”, 22 marca 2018 r.

[4] Źródła: Franklin Templeton, Eugene Fama & Kenneth French. Dane od 31 lipca 1936 r. do 31 grudnia 2017 r.