

## ALTERNATYWY

# Wyważone, ale konstruktywne perspektywy rynkowe

February 12, 2019

W ostatnich latach warunki rynkowe dla inwestorów skoncentrowanych na wartości nie były idealne, co jednak nie oznacza całkowitego braku możliwości. Antonio Docal, dyrektor ds. zarządzania portfelami inwestycyjnymi w zespole Templeton Global Equity Group oraz Heather Arnold, dyrektor ds. badań planują wykorzystać niedawne wahania rynkowe jako okazję do wyszukania pokładów wartości oraz przedstawiają swój punkt widzenia na problemy, z jakimi muszą się dziś mierzyć inwestorzy, takie jak wojny handlowe, Brexit czy spadek tempa wzrostu gospodarczego w Chinach.

**Antonio (Tony) Docal, CFA**

Director of Portfolio Management  
Templeton Global Equity Group

Heather Arnold, CFA  
Director of Research, Portfolio Manager,  
Templeton Global Equity Group

Zważywszy na skalę korekt na wielu rynkach w 2018 r. sądzimy, że wiele czynników ryzyka znalazło już odpowiednie odzwierciedlenie w wycenach na światowych rynkach akcji. Zamierzamy wykorzystać spodziewaną zmienność do wyszukiwania atrakcyjnych możliwości inwestycyjnych w obecnych warunkach rynkowych.

**Zmienność**

Zmienność zwykle rośnie wraz ze stopami procentowymi, a stopy procentowe niewątpliwie poszły w górę w 2018 r. Zmienność poszła mocno w górę w porównaniu z historycznymi minimami z 2017 r. i mamy wrażenie, że wahania rynkowe zostały dodatkowo nasilone przez narastające ryzyko polityczne oraz oznaki spadku tempa globalnej gospodarki, na czele z Chinami, rynkami wschodzącymi, a w pewnym stopniu także Europą.

Zmienność zwykle rośnie pod koniec cyklu rynkowego, a po 10 latach ekspansji ekonomicznej i wzrostów na rynkach akcji sądzimy, że inwestorzy powinni przewidywać jeszcze bardziej wzmożoną zmienność w przyszłości. Niemniej jednak zmienność sama w sobie nie powinna być powodem do obaw dla długoterminowych inwestorów. Wierzymy natomiast, że może oferować korzystne możliwości zamykania pozycji, które osiągnęły pełną wycenę, a także powiększenia pozycji wyprzedanych. Dla wielu inwestorów, którzy słusznie koncentrują się w coraz większym stopniu na bilansach spółek, rynkowe wahania to także okazja do poprawy jakości portfeli.

Należy zrozumieć, że nasze podejście do wartości jest odmienne od typowego podejścia w branży oraz koncepcją leżącą u podstaw benchmarków tego segmentu rynku. Benchmarki reprezentujące styl inwestowania oparty na wartości budowane są na podstawie danych historycznych i porównania obecnych cen akcji z przeszłymi wskaźnikami fundamentalnymi. My definiujemy wartość, kierując się przyszłościowym podejściem i koncentrujemy się na akcjach, których wyceny są najniższe na tle ich rzeczywistej wartości, która ma niewiele wspólnego z danymi o zyskach czy wartości księgowej za poprzedni rok, a więcej z perspektywami rysującymi się przed wskaźnikami fundamentalnymi.

**Inwestycje zorientowane na wartość**

5-6 ostatnich lat było bardzo trudnym okresem dla inwestorów koncentrujących się na wartości, głównie w związku z polityką pieniężną dominującą po globalnym kryzysie finansowym.

Gdy koszt pieniądza zbliża się do zera, wyceny oparte na czynnikach fundamentalnych nie stanowią takiego ograniczenia, jak w bardziej normalnych warunkach, dlatego inwestowanie oparte na poszukiwaniu ukrytej wartości jest bardzo trudne. Obecnie znajdujemy się, naszym zdaniem, na końcowym etapie tego cyklu. Koszt pieniądza rośnie, odzwierciedlając fakt, że system finansowy jest obecnie znacznie bezpieczniejszy i parawan ochronny w postaci zerowych kosztów pieniądza nie jest już potrzebny. W ten sposób wyceny wracają na poziomy zbliżone w większym stopniu do normalnych.

## **Stany Zjednoczone**

Koncentrujemy się na wycenach, a wyniki naszych analiz pojedynczych papierów sugerują, że rynek amerykański od pewnego czasu jest dość drogi. W jakim kierunku będzie teraz zmierzał rynek amerykański? Rynek amerykański przez ostatnią dekadę znacząco wyprzedzał rynki z innych regionów, a w ubiegłym roku ta przewaga szybko rosła dzięki cięciom podatków od dochodów przedsiębiorstw, sprowadzaniu do kraju zysków wypracowanych na rynkach zagranicznych oraz wykupowi akcji przez wiele spółek. Pomimo niedawnych sygnałów ze strony Rady Gubernatorów Rezerwy Federalnej („Fedu”), które mogą zapowiadać wstrzymanie podwyżek stóp procentowych, cykl gospodarczy w Stanach Zjednoczonych dojrzewa.

Warto przypomnieć, że Stany Zjednoczone były pierwszą dużą gospodarką, która wkroczyła w recesję na początku globalnego kryzysu finansowego, a potężna stymulacja pomogła wyjść z tych trudności obronną ręką. Z jednej strony bieżąca ekspansja jest zatem najdłuższa w historii, ale jednocześnie jest jedną z najsłabszych. Z drugiej strony zbliżamy się do pełnego zatrudnienia przy niskiej inflacji, a korzyści płynące z ubiegłorocznej stymulacji budżetowej wprowadzonej przez administrację prezydenta Trumpa prawdopodobnie osłabną.

## **Wojny handlowe**

Na przestrzeni czterech ostatnich dziesięcioleci otwarcie różnych gospodarek i ekspansja światowego handlu miały ważny wkład w globalny wzrost gospodarczy. Obecna wojna handlowa pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a Chinami oraz inne potyczki pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a ich ważnymi partnerami handlowymi tylko nasilają niepewność i ciężą na globalnym wzroście.

Stany Zjednoczone nałożyły cła na chiński eksport o łącznej wartości 350 mld USD, co przekłada się na spadek tempa rozwoju chińskiej gospodarki i ma niekorzystny wpływ na partnerów handlowych z rynków wschodzących i Europy. Konsekwencje dla gospodarki amerykańskiej były najmniej dotkliwe, ale wyższe cła na import mają pewien wpływ na wzrost inflacji w Stanach Zjednoczonych, podwyższają marże spółek i są przerzucane na amerykańskich konsumentów.

Obecnie trwa 90-dniowa przerwa w negocjacjach handlowych Stanów Zjednoczonych z Chinami, która potrwa do 1 marca; inwestorzy mają nadzieję, że zważywszy na presję ekonomiczną w Chinach i perspektywy słabnącego wzrostu w Stanach Zjednoczonych obydwie strony będą się starały dojść do porozumienia na jakimś etapie bieżącego roku.

## **Rynki wschodzące**

Ubiegły rok był trudnym okresem dla większości rynków wschodzących, które radziły sobie generalnie słabiej od rynków rozwiniętych. Przyglądamy się pozycjom z rynków wschodzących w kontekście wycen spółek, ryzyka makroekonomicznego oraz czynników krajowych, włącznie z kursami walut. Spodziewana zmiana polityki Fedu może sprzyjać złagodzeniu kursu dolara, które z kolei byłoby korzystne dla walut z rynków wschodzących, a rozbieżności pomiędzy stopami wzrostu gospodarczego mogłyby działać na korzyść rynków wschodzących w kolejnych miesiącach roku. Niemniej jednak dla nas wszystko sprowadza się do wyceny danej spółki, jej potencjału wzrostowego i związanego z nią ryzyka.

## **Brexit**

Głosowanie nad proponowanym przez brytyjską premier Theresę May porozumieniem w sprawie Brexitu zakończyło się największą porażką rządu w historii brytyjskiego parlamentaryzmu. Premier May zdołała jednak wyjść obronną ręką z głosowania nad wotum nieufności. W tym wyjątkowym okresie funt brytyjski się umocnił, odzwierciedlając coraz bardziej powszechne oczekiwania, że Wielka Brytania pójdzie drogą łagodnego Brexitu, całkowicie z Brexitu zrezygnuje lub otrzyma możliwość pewnego rozszerzenia art. 50.

Niezmiennie uważamy, że praktycznie nie da się przewidzieć konsekwencji Brexitu i trzeba brać pod uwagę wszystkie możliwe scenariusze (łącznie z brakiem porozumienia). Niezależnie od ostatecznego rozwoju wydarzeń Wielka Brytania będzie zmagać się z niepewnością do czasu, aż ta kwestia o krytycznym znaczeniu zostanie rozwiązana.

Cały czas poszukujemy wartości, jednak nie znajdujemy jej zbyt wiele wśród krajowych spółek brytyjskich. Dostrzegamy wartość w dużych koncernach międzynarodowych, których wyceny zostały zaniżone pod wpływem Brexitu, a które nie powinny odczuć negatywnych konsekwencji żadnego z tych scenariuszy.

## **Europa**

Jeżeli odłożymy na bok wydarzenia polityczne z pierwszych stron gazet, zauważymy, że ubiegłoroczna wyprzedaż na europejskich rynkach akcji miała podłoże większym stopniu emocjonalne niż fundamentalne. Skala osłabienia akcji spółek europejskich, w tym, w szczególności, spółek o charakterze cyklicznym, przypominała spadki zwykle związane z warunkami ujemnego wzrostu gospodarczego i recesji.

Wprawdzie wzrost rzeczywiście zwalniał w ubiegłym roku, ale dane ekonomiczne wyraźnie sygnalizowały ekspansję, a stopa wzrostu produktu krajowego brutto utrzymała się na terytorium dodatnim. Jeżeli chodzi o perspektywy na przyszłość, wskaźniki wyprzedzające koniunkturę w Europie mogą właśnie notować poziomy odbicia w warunkach poprawy w obszarze stanów magazynowych i umiarkowania aprecjacji euro.

Co więcej, europejska gospodarka jest znacznie silniej powiązana z gospodarką światową, a obecnie dostrzegamy sygnały stymulacji w Chinach i szanse na wstrzymanie normalizacji polityki pieniężnej przez Fed, a także nawet bardziej „gołębiego” nastawienia Europejskiego Banku Centralnego. Wszystkie te czynniki mogą być sprzyjające dla Europy.

Sytuacja polityczna w Europie wciąż jest bardzo niepewna, jednak uważamy, że wiele spośród obecnych problemów powinno zostać rozwiązanych do połowy roku. Europa ma za sobą długą historię przewycięzania kolejnych kryzysów politycznych. Tymczasem akcje spółek europejskich miały najniższe wyceny na tle wszystkich najważniejszych regionów (według danych na koniec roku), a przedsiębiorstwa nadal generują i zwiększają zyski.

## **Energetyka**

W 2018 r. ceny ropy spadły, gdy producenci z Organizacji Krajów Eksportujących Ropę Naftową (OPEC) i Stanów Zjednoczonych zwiększyli produkcję, a eksport z Iranu nie spadł tak mocno, jak oczekiwano, po nałożeniu sankcji przez Stany Zjednoczone. Światowa podaż przewyższała słabnący globalny popyt, a ceny ropy zareagowały spadkiem.

7 grudnia 2018 r. OPEC podjęła decyzję o zmniejszeniu produkcji, co powinno przyczynić się do przywrócenia równowagi na rynkach energii. Do sektora energetycznego nadal mamy defensywne podejście. Duże globalne zintegrowane koncerny naftowe oferują wysokie dochody z dywidendy, które mają, według nas, dostateczne pokrycie dzięki dyscyplinie kapitałowej i rosnących przepływach pieniężnych. Obecnie zaczynamy poszukiwać nowych okazji we wrażliwych na zmiany cen segmentach rynku energetycznego po solidnej korekcie w tym obszarze.

## **Ochrona zdrowia**

Ochrona zdrowia należała w ubiegłym roku do najprężniejszych sektorów rynku akcji, jednak warto przypomnieć, że w 2017 r. znajdowała się wśród sektorów najsłabszych, a wręcz radziła sobie słabiej przez kilka kolejnych lat poprzedzających 2018 r. Ceny akcji w tym sektorze znacząco spadły pod wpływem kilku różnych źródeł obaw takich jak konsolidacja rynku podmiotów zarządzających świadczeniami farmaceutycznymi, doniesienia o nadmiernych podwyżkach cen leków, dążenia administracji Trumpa i Kongresu do obniżania cen czy informacje o realizowanych przez przedsiębiorstwa farmaceutyczne złożonych strategiach unikania zobowiązań podatkowych.

Wszystkie te czynniki ryzyka wciąż są aktualne, ale zamiast skupiać się na tych pesymistycznych doniesieniach, rynek koncentrował się na tym, co my także dostrzegamy, czyli kombinacji defensywnego podejścia, wzrostu i atrakcyjnych wycen. Nasze prognozy dla tego sektora wciąż są optymistyczne.

Podobnie jak w przypadku dóbr konsumpcyjnych pierwszej potrzeby, popyt na wyroby i usługi farmaceutyczne jest w dużej mierze stabilny i przewidywalny. Niemniej jednak, w odróżnieniu od tych dwóch sektorów, przemysł farmaceutyczny nie jest wyłącznie akcyjnym odpowiednikiem rynku obligacji, oferuje defensywny profil inwestycji niezależnie od wahań stóp procentowych i ma, według nas, wciąż atrakcyjne wyceny. Sądzymy, że sektor ten oferuje także światowej klasy innowacje i nadal niezrealizowany potencjał rynkowy.

## **Perspektywy**

W 2019 r. globalna gospodarka powinna nadal rosnąć w umiarkowanym tempie. Ożywienie wzrostu w Chinach może nastąpić nieco później w tym roku, jeżeli stymulacja pieniężna i budżetowa zostanie utrzymana, a w szczególności jeżeli osłabną napięcia w handlu.

Sytuacja gospodarek europejskich może się poprawić wraz z przyspieszeniem wzrostu w Chinach, a także, co istotne, jeżeli uspokoi się sytuacja polityczna we Włoszech, Francji i Wielkiej Brytanii. Gospodarka Stanów Zjednoczonych powinna nieco zwolnić, co może być konsekwencją zawieszenia działalności rządu, bieżącej niepewności wokół wojen handlowych oraz niesłabnącego zamieszania politycznego, jak również jednorazowego korzystnego wpływu cięć podatkowych. Taka sytuacja może skłonić Fed do wstrzymania zaostrzania polityki pieniężnej, co z kolei powinny przynieść pewną ulgę gospodarce amerykańskiej i rynkom światowym.

Uważamy, że wiele spośród trudności z 2018 r. może w 2019 r. osłabnąć lub wręcz odmienić się na lepsze — wojna handlowa z Chinami może się uspokoić lub zakończyć, Brexit może mieć łagodniejsze konsekwencje lub wręcz w ogóle nie nastąpić, a podwyżki stóp procentowych mogą zostać wstrzymane i inne banki centralne mogą zasilać rynki dodatkową płynnością.

Uważamy zatem, że wszelkie pozytywne zmiany będą dobrze przyjęte przez rynki, biorąc pod uwagę jak wiele niekorzystnych czynników zostało już w pełni uwzględnionych w wycenach akcji — w szczególności poza rynkiem amerykańskim.

Korzystny wpływ na wyniki w innych częściach świata może mieć ewentualne osłabienie dolara amerykańskiego, które zwykle towarzyszy przyspieszeniu wzrostu poza Stanami Zjednoczonymi na tle dynamiki gospodarki amerykańskiej.

Należy jednak pamiętać, że w 2019 r. nie unikniemy ryzyka. Mamy za sobą jeden z najdłuższych okresów ekspansji gospodarczej i rynkowej w historii, co oznacza większe ryzyko wzrostu inflacji i stóp procentowych, a także dojrzewania cyklu i ostatecznie spadku dynamiki wzrostu gospodarczego.

Ryzyko polityczne wciąż jest wysokie, zważywszy na pogłębiającą się przepaść pomiędzy najzamożniejszymi i najuboższymi na całym świecie. Odejście od globalizacji oznacza radykalną zmianę sytuacji dla większości gospodarek. Skrajnie wysokie poziomy zadłużenia rządowego tylko zwiększają to ryzyko.

Aby zatem możliwie najlepiej poradzić sobie ze wzmożoną zmiennością, zamierzamy nadal koncentrować się na inwestowaniu w spółki o przyzwoitych fundamentach, solidnych lub poprawiających się bilansach, mierzalnym ryzyku i zaniżonej wycenie w pełni, lub wręcz przesadnie odzwierciedlającej wszystkie wspomniane czynniki. Ogólnie rzecz biorąc, nasze prognozy na 2019 r. są ostrożne, ale optymistyczne.

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

*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 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.*

*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.*

Dowiedz się więcej z wiadomości przesyłanych przez Franklin Templeton bezpośrednio na Twój adres e-mail i subskrybuj blog [Beyond Bulls & Bears](#).

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

## **Jakie jest ryzyko?**

**Wszelkie inwestycje wiążą się z ryzykiem, włącznie z ryzykiem utraty zainwestowanego kapitału. Wartość inwestycji może rosnąć 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. 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. W zależności od tymczasowej koncentracji strategii na wybranych krajach, regionach, branżach, sektorach czy typach inwestycji, strategia może być narażona na wyższe ryzyko niekorzystnych wydarzeń w obszarze koncentracji strategii w porównaniu ze strategią utrzymującą ekspozycję na szersze spektrum krajów, regionów, branż, sektorów czy typów inwestycji.