



## CZY WARTO INWESTOWAĆ W KRAJE O WYSOKIM WZROŚCIE GOSPODARCZYM

Wielu inwestorów zainteresowanych rynkami akcji uważnie śledzi komentarze odnośnie wzrostu gospodarczego. Poszczególne rynki, np. akcje japońskie, akcje chińskie, akcje amerykańskie, czy akcje polskie, oceniane są z tej perspektywy. Szybszy wzrost gospodarczy kojarzony jest z wyższymi przyszłymi stopami zwrotu a wolniejszy z niższymi. Idąc tym tokiem rozumowania: warto mieć akcje rynków, których gospodarki szybko rosną. Wydaje się to dość intuicyjne. Jeżeli w przypadku rynku akcji chodzi o to, aby rosły zyski (na akcję), to im bardziej rozpędzona jest gospodarka, tym szybciej tak się dzieje. Im więcej rosną zyski, tym więcej rosną kursy akcji i całego rynku danego kraju.

Założmy, że mamy sztab bardzo dobrych analityków, którzy są w stanie wskazać, które kraje będą rosnąć w danym roku szybko (powyżej mediany), a które wolno (poniżej mediany). Inwestować będziemy wyłącznie w rynki akcji tych krajów, które rosną szybko. Jaki byłby wynik, gdybyśmy taką strategię konsekwentnie realizowali? Cóż, okazuje się, że stopa zwrotu byłaby niższa a zmienność naszego portfela wyższa, aniżeli gdybyśmy zainwestowali w tę drugą grupę krajów. Nieco lepiej strategia sprawdziłaby się na rynkach wschodzących, ale też nie szczególnie.

### Stopy zwrotu z rynków akcji krajów o wysokim (powyżej mediany) i niskim (poniżej mediany) wzroście gospodarczym

	Rynki Rozwinięte (1975 - 2014)		Rynki Wschodzące (1995 - 2014)	
	Średnia, roczna stopa zwrotu	Odchylenie standardowe rocznych stóp zwrotu	Średnia, roczna stopa zwrotu	Odchylenie standardowe rocznych stóp zwrotu
<b>Wzrost gospodarczy w poprzednim roku</b>				
Wysoki wzrost gospodarczy	12%	19,01%	12,57%	38,88%
Niski wzrost gospodarczy	13,14%	21,20%	12,91%	34,85%
Różnica	-1,14%	-	-0,34%	-
<b>Wzrost gospodarczy w bieżącym roku</b>				
Wysoki wzrost gospodarczy	11,23%	19,38%	13,47%	37,17%
Niski wzrost gospodarczy	13,17%	21,63%	11,42%	36,20%
Różnica	-1,94%	-	2,05%	-

Źródło: *Economic Growth and Equity Returns*, Dimensional, 2016 r.



Wynik wydawać się może zaskakujący. Wnikliwi inwestorzy podnieść jednak mogą argument, że analizujemy zbyt krótki okres. Inwestorzy patrzą przecież daleko w przyszłość, w ten sposób oceniając atrakcyjność danego rynku.

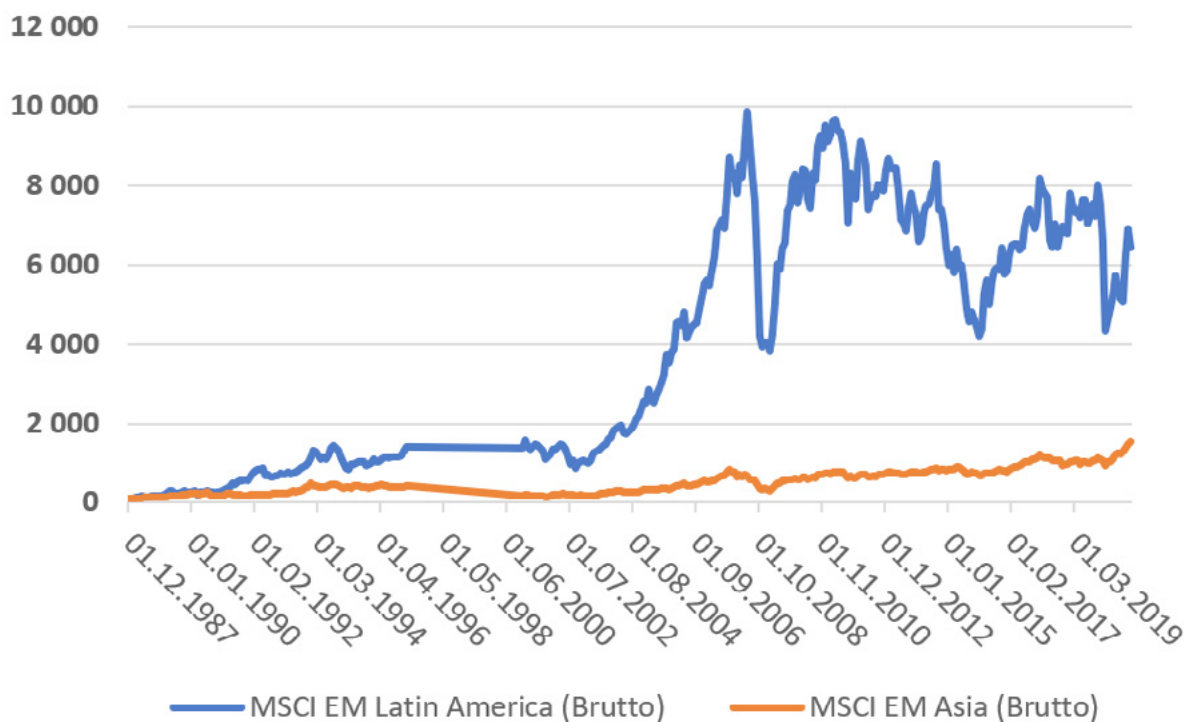
Długoterminowy szybki wzrost gospodarczy jest tym co się liczy. Empiria znowu jednak pokazuje, że nie ma korelacji między wzrostem PKB a stopami zwrotu na rynku akcji w dłuższym terminie. Niektóre badania wskazywały nawet na lekko ujemną korelację.

Spójrzmy na przykład dwóch regionów: wschodzącej Azji oraz Ameryki Łacińskiej. Region wschodzącej Azji, w którym prym wiodą Chiny, jest kojarzony z gospodarczym sukcesem ostatnich dziesięcioleci. Region Ameryki Łacińskiej, w którym dominującą rolę odgrywa Brazylia

ustępował pola Azji w kategorii wzrostu gospodarczego. Dodatkowo kojarzony jest dość powszechnie z problemami makroekonomicznymi, m.in.: nawracającą inflacją, problemami z zadłużeniem. Analizę rozpoczynamy w 1987 r. – wspólny początek serii danych dla dwóch indeksów akcji MSCI (znanymi dostawca indeksów giełdowych).

W analizowanym okresie niekwestionowanym liderem jest Ameryka Łacińska. Średnia (geometryczna), roczna stopa zwrotu wyniosła 15,22% dla indeksu akcji Ameryki Łacińskiej oraz 9,73% dla analogicznego indeksu wschodzącej Azji. Mało się o tym mówi, ale chiński indeks akcji (MSCI China) był jedną z gorszych inwestycji akcyjnych ostatniego 30-to lecia.

#### Wykres indeksu akcji wschodzącej Azji (MSCI EM Asia) oraz Ameryki Łacińskiej (MSCI EM Latin America)



Źródło: MSCI

## JAKIE SĄ POWODY TEGO STANU RZECZY? DLACZEGO WZROST GOSPODARCZY, NA POZIOMIE KRAJU, NIE PRZEKŁADA SIĘ NA STOPY ZWROTU NA RYNKU AKCJI? POWODY SĄ PRZYNAJMNIEJ CZTERY:

1

**Inwestorzy często przepłacają za wzrost i podążają za ekscytującymi historiami sukcesu danych krajów.** Zamiast skupić się na fundamentach spółek, na tym, ile płać za każdą jednostkę generowanego zysku, większą uwagę przywiązują do oczekiwanych perspektyw danej gospodarki (które, na marginesie, często się nie spełniają). Prowadzi to do przewartościowania spółek tych krajów i niższych, przyszłych stóp zwrotu;

2

**Spółki, szczególnie na rynkach rozwijających się „rozładniają” zyski na akcję.** Co prawda zyski spółek podążają za wzrostem gospodarczym, ale emisja nowych akcji jest na tyle wysoka, że zysk na akcje rośnie znacznie wolniej lub nawet spada. (był to swego czasu duży problem w Chinach);

3

**Obecność globalnych spółek, które korzystają z szybkiego wzrostu w wielu częściach świata, pomimo, że rodzime gospodarki rosną relatywnie wolno.** Przykładowo, około 80% przychodów dużych spółek szwajcarskich jest generowana poza Szwajcarią. Te spółki są w stanie wykorzystać szybki wzrost gospodarczy w innych rejonach świata;

4

**Nie zawsze główne indeksy akcji danego kraju dobrze reprezentują jego gospodarkę.** Przykładowo: w indeksach mogą znajdować się duże, państwowe, słabo zarządzane spółki, podczas gdy spółki korzystające na wzroście gospodarczym znajdują się w rękach prywatnych. Mogą to być też spółki mniejsze, bez wystarczającej płynności (mało dostępne dla inwestorów), aby mogły być dodane do flagowych indeksów.

Jakie to niesie implikacje dla inwestora? Inwestując na przykład w dany fundusz z ekspozycją na konkretny kraj można z ciekawością posłuchać o perspektywach tamtejszej gospodarki, ale nie powinien to być główny motyw inwestycji w ten rynek. Na dany rynek trzeba również, a może przede wszystkim, spojrzeć z perspektywy wycen, ładu korporacyjnego (ochrona inwestorów mniejszościowych, nadmierna emisja akcji), geograficznej struktury przychodów spółek czy struktury sektorowej.

Jarosław Przybył  
Menedżer Zespołu Analiz i Doradztwa