

Raport specjalny

Chiny - źródło globalnych problemów czy okazja inwestycyjna?



AUTORZY:

Kamil Cisowski, CFA

Dyrektor Zespołu Analiz
i Doradztwa Inwestycyjnego

Patryk Pyka

Doradca Inwestycyjny (nr licencji 611)

Piotr Uchman

Makler Papierów Wartościowych

Michał Król

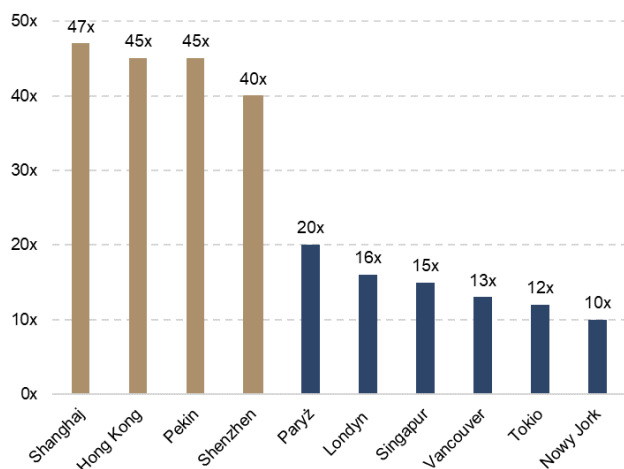
Sytuacja gospodarcza w Chinach

Sierpień ponownie był trudnym miesiącem dla azjatyckich rynków wschodzących - indeks MSCI Asia ex. Japan stracił 7%. Znaczący spadek odnotował Hang Seng, który spadł w sierpniu o 8,5%. **Z danych Bloomberg wynika, że w ciągu 13 sesji pomiędzy 10 a 23 sierpnia fundusze zagraniczne wycofały z Chin kontynentalnych 11 mld USD.**

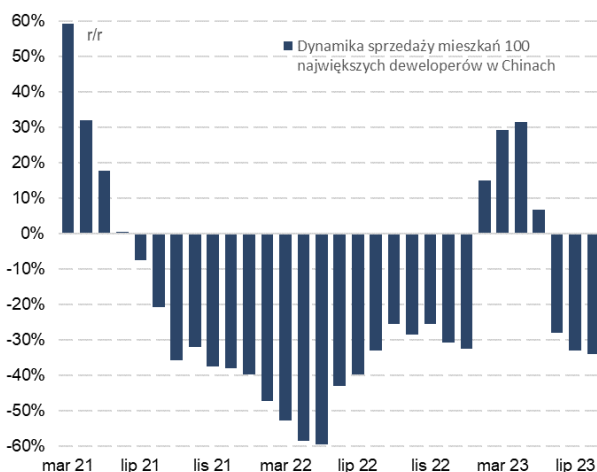
Relacja nominalnego chińskiego PKB do amerykańskiego zmniejsza się szósty kwartał z rzędu, co stanowi załamanie trwającego kilkadziesiąt lat trendu doganiania przez Chiny poziomu PKB USA. Oczywiście, znaczący wpływ mają na to różnice w poziomie inflacji, natomiast prawdopodobnie proces ten znacznie się wydłuży. Obecnie większość banków inwestycyjnych spodziewa się, że **tegoroczny wzrost po raz trzeci z rzędu będzie niższy niż 5%, co nie wydarzyło się od śmierci Mao Zedonga.** Pierwsze instytucje finansowe i badawcze zaczynają stawiać tezę, że do wyprzedzenia przez gospodarkę chińską gospodarki amerykańskiej może w ogóle nie dojść, wiele z nich przesuwają prognozy zrównania poziomów PKB z przyszłej dekady na okres po 2040 r.

Centrum problemów chińskiej gospodarki pozostaje sektor nieruchomości. **Jego niekontrolowany wzrost uczynił z niego w szczytowym okresie największą pod względem kapitalizacji klasę aktywów na świecie,** której całkowita wartość w 2021 r. przekraczała 62 bln USD, trzykrotnie przekraczając wartość chińskiego długu, a czterokrotnie akcji (dla porównania, w USA rynek akcji i obligacji jest o około połowę większy od rynku nieruchomości). Rozwijająca się bańka spekulacyjna, napędzana rosnącym zadłużeniem gospodarstw domowych, skłoniła administrację Xi Jinpinga do podjęcia w 2021 r. szeregu działań, które miały zarówno zwiększyć dostępność mieszkań, jak i uczynić chińską gospodarkę mniej zależną od sektora, który wraz z branżami od niego zależnymi mógł w szczytowym momencie generować nawet 27% PKB (aktualne szacunki mówią o około 20% PKB). Sterowane odgórnie wyhamowanie akcji kredytowej wywołało drastyczne pogorszenie sytuacji płynnościowej deweloperów i niewypłacalność Evergrande. W mniejszym stopniu przekładając się na ceny mieszkań (choć oficjalne dane na ten temat są ostatnio systematycznie podważane), działania chińskich władz wywołały drastyczny spadek wolumenu ich sprzedaży, pociągając za sobą znaczne wyhamowanie dynamiki PKB (hamowanie inwestycji na rynku nieruchomości odejmie według [Goldman Sachs](#) 1,5 pp z tegorocznego wzrostu).

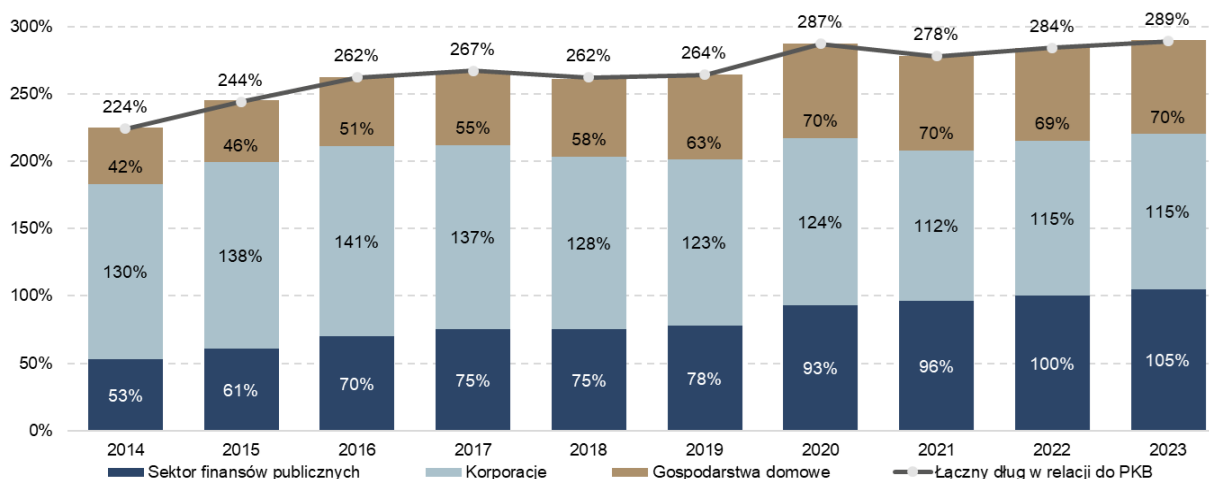
Relacja średniej ceny mieszkania do dochodu rozporządzalnego gospodarstw domowych



Sprzedaż mieszkań w Chinach

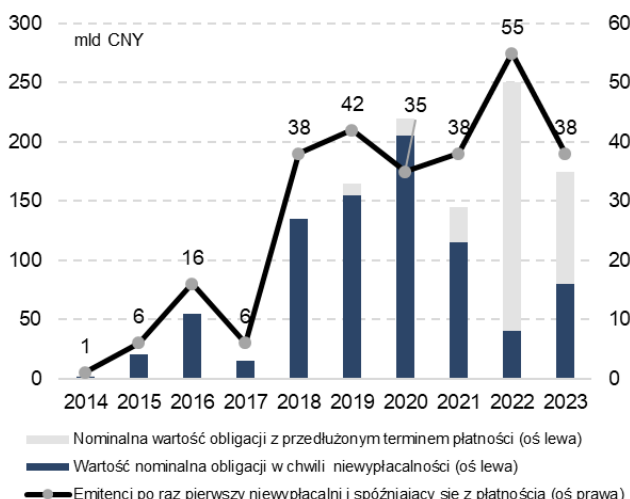


Struktura zadłużenia chińskiej gospodarki (% PKB)

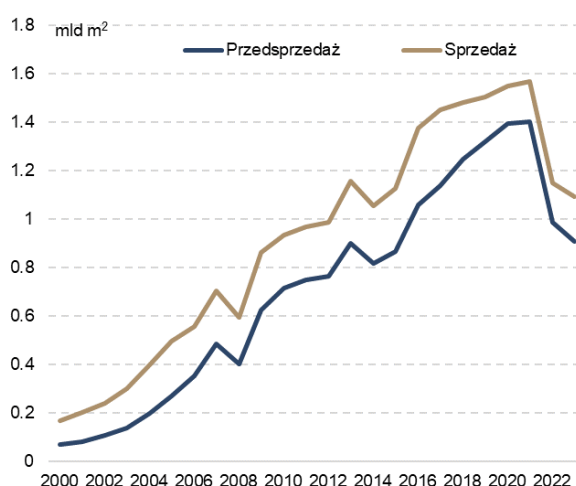


Źródło: Goldman Sachs, JP Morgan Investment Management, China REIC, 30.08.2023 r.

Niewypłacalności chińskich deweloperów



Sprzedaż powierzchni mieszkalnej w Chinach



Źródło: Goldman Sachs, 30.08.2023 r.

W obliczu pogarszającej się sytuacji na rynku nieruchomości już w ubiegłym roku chińskie władze zaczęły luzować restrykcje dotyczące finansowania deweloperów i obniżyć koszt kredytów hipotecznych. Poprawa, która nastąpiła na przełomie roku także dzięki rezygnacji z polityki „zero COVID” okazała się jednak tymczasowa, **dynamika sprzedaży mieszkań w sierpniu wyniosła -34% r/r, mimo że kredyty hipoteczne są najtańsze w historii.**

Dotychczas podjęte działania mają znacznie mniejszą skalę niż stymulusy, które ogłoszono w trzech poprzednich epizodach kryzysowych (szczegółowy opis w tabeli). Wprowadzona 28 sierpnia **obniżka podatku od obrotu papierami wartościowymi z 0,1% do 0,05%** ma za zadanie zachęcić do inwestycji w chiński rynek akcji. **Niższe od oczekiwanej tempo wzrostu gospodarczego oraz ryzyko deflacji będzie sprzyjało kontynuacji cyklu obniżek stóp procentowych.** Dotychczasowe działania, np. obniżka rocznej stopy oprocentowania kredytów o 10 pb z 3,55% do 3,45%, mają dość skromny charakter. Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych są najniższe od kwietnia 2020 r., ale chiński rynek długu wciąż odstrasza inwestorów zagranicznych - od stycznia 2022 r. do czerwca 2023 r. utrzymywał ujemne saldo napływów.

Czynnik	2008-2009	2014-2016	2020-obecnie
Obniżki stóp procentowych	Roczna referencyjna stopa procentowa kredytów została obniżona pięciokrotnie, łącznie o 216 punktów bazowych.	Roczna referencyjna stopa procentowa kredytów została obniżona sześciokrotnie, łącznie o 165 punktów bazowych	Roczna referencyjna stopa procentowa została obniżona pięciokrotnie, łącznie o 60 punktów bazowych.
Stopa rezerwy obowiązkowej	Stopa rezerw obowiązkowych dla największych banków została obniżona trzykrotnie, łącznie o 200 punktów bazowych.	Stopa rezerw obowiązkowych w przypadku największych banków została obniżona pięciokrotnie, łącznie o 300 punktów bazowych.	Stopa rezerw obowiązkowych w przypadku największych banków została obniżona sześciokrotnie, łącznie o 225 punktów bazowych.
Polityka fiskalna / przemysłowa	Wdrożono pakiet wydatków rządowych o wartości 4 bilionów juanów (wówczas równowartość prawie jednej piątej PKB) na mieszkalnictwo, infrastrukturę i kluczowe gałęzie przemysłu. Zezwolono samorządom lokalnym na pierwszą sprzedaż obligacji i zachęcano je do zaciągania zadłużenia poprzez instrumenty finansowe umożliwiające sfinansowanie wydatków.	Zwiększono deficyt budżetowy do 3% w 2016 r. z 2,1% w 2014 r. Sfinansowano inwestycje infrastrukturalne o wartości 2 bilionów juanów dzięki dotacjom dla banków ze strony rządu centralnego.	Docelowy deficyt budżetowy wzrósł do 3,6% w 2020 r. Wyemitowano specjalne obligacje skarbowe o wartości 1 biliona juanów na lokalne wydatki fiskalne i inwestycje. Sfinansowano projekty infrastrukturalne o wartości 740 miliardów juanów przez system bankowy. Zwiększono podaż specjalnych obligacji emitowanych przez samorządy.
Rynek nieruchomości	Obniżono podatki od transakcji i wskaźnik wkładu własnego, obniżono stopy kredytu hipotecznego do poziomu 70% pierwotnych stawek, wprowadzono niższe wymagania kapitałowe dla nowych projektów nieruchomości.	Bank centralny pożyczył ponad 3 biliony juanów bankom państwowym w celu rekompensaty dla właścicieli starych mieszkań, które zostały zburzone, co stymulowało rozwój i sprzedaż nieruchomości w ramach projektu przebudowy slumsów między 2014 a 2018 r.	Obniżono stopy kredytu hipotecznego dla kredytobiorców nabywających mieszkanie po raz pierwszy. Zwiększono finansowanie banków państwowych na poczet zwiększenia podaży mieszkań.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Bloomberg „Why China Is Avoiding Using ‘Bazooka’ to Spur Economy”, 30.08.2023 r.

Bardziej trwale wygaszenie obaw inwestorów może nie być możliwe bez ogłoszenia specjalnych programów emisji obligacji (tak skończyło się w 2009 oraz 2020 r.) oraz zwiększenia deficytu budżetowego. **Rosnąca liczba ekonomistów sugeruje, że w odróżnieniu od poprzednich programów, które były oparte na pobudzeniu inwestycji, tym razem KPCh powinna rozważyć bezpośrednie wsparcie gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, na wzór tego, które zostało wprowadzone w USA i strefie euro podczas COVID.** Pomimo relatywnie niskiego udziału konsumpcji w krajowym PKB oraz popularnej wśród ekonomistów opinii o przesyleniu gospodarki chińskiej inwestycjami, szczególnie tych w infrastrukturę publiczną, rząd chiński jest silnie przeciwny bezpośredniemu subsydiowaniu konsumentów. Badania nastrojów inwestorów rynku chińskiego pokazują, iż przewidują oni raczej ograniczony stymulus, skierowany do konkretnych sektorów.

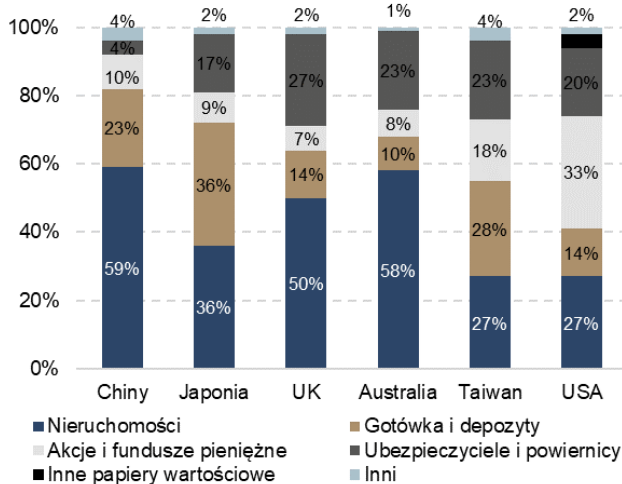
Konkluzje rynkowe

Z analizy sektorowej indeksu Hang Seng klaruje się jasny podział na zwycięzców i przegranych ostatniego kwartału na chińskiej giełdzie. **Lokalny sektor nieruchomości odnotował w ostatnich 3 miesiącach ok. 6,3% straty, kontynuując trwający od początku roku trend spadkowy (32% YTD).** Kolejny po Evergrande deweloper, Country Garden, zaczął wykazywać problemy z płatnościami kuponów od swoich obligacji (łącznie ok. 3 miliardy dolarów zapadalne do końca 2023 r.). Perspektywy na cały 2023 r. nie napawają optymizmem, liczba nowych budów ma w nim spaść o ponad 20%. Problemy te są wyraźnie dyskutowane przez rynek, o czym świadczy wskaźnik ceny do wartości księgowej na poziomie 0,48, z prognozą dalszej obniżki przez kolejne 2 lata. **W analogicznym okresie wartość giełdowa chińskich banków obniżyła się o 7%, co powiązać można m.in. z 40% udziałem długu sektora nieruchomościowego w ich łącznych aktywach. Sytuację pogarsza spadek bankowej marży odsetkowej netto poniżej 1,8%, czyli poziomu uznawanego za próg rentowności w sektorze.** Współodpowiedzialna jest za to wspomniana obniżka stopy oprocentowania kredytów.

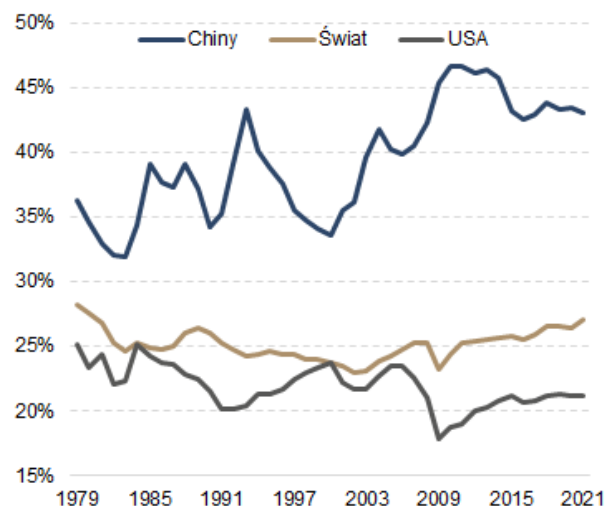
Należy jednak pamiętać, że podstawę ekspozycji funduszy inwestycyjnych na Chiny stanowią zupełnie inne sektory. **Wyprzedzający wskaźnik cena/zysk dla indeksu MSCI China, w którym główną rolę odgrywają Tencent, Alibaba, Meituan, Baidu, JD.com czy BYD wynosi obecnie poniżej 10 i jest niższy niż przez ponad 90% czasu w ciągu ostatnich 10 lat.** Chiński sektor przetwarzania danych w chmurze jest pod względem wielkości drugi na świecie. Według prognoz analityków Goldman Sachs, wzrost zysków w sektorze na koniec 2023 r. wyniesie około 20% r/r. **Chiny mają ugruntowaną pozycję na rynku sztucznej inteligencji, szacuje się że wydatki na sektor osiągną 14,75 mld USD do końca 2023 r. i będą odpowiadać 10% światowych inwestycji w sztuczną inteligencję.** Po raz pierwszy w historii ponad połowa sprzedanych samochodów w Chinach pochodzi od rodzimych producentów (wzrost do 54% w 2023 r. z 48% w 2022 r.). Warto również zwrócić uwagę na rekordową sprzedaż samochodów elektrycznych. BYD, największy chiński producent tych pojazdów, w pierwszej połowie 2023 r. sprzedał ich ponad 600 tys., co oznacza wzrost o ponad 90% r/r.

W naszej ocenie sytuacja na chińskim rynku może w krótkim i średnim terminie ulec dalszemu pogorszeniu. Przewidywanie działań chińskich władz jest niezwykle trudne, ale zakładamy, że prawdziwy zwrot w polityce fiskalnej (stymulacja na poziomie 2-4% PKB) poprzedzi dalsze hamowanie gospodarki i eskalację napięć na rynku nieruchomości - punktem kulminacyjnym może okazać się styczeń, na który przypadną najwyższe spłaty długu spółek deweloperskich. Motorem odbicia muszą być w naszej opinii notowani w Hong Kongu giganci technologiczni, wyceniani obecnie z sięgającym 40-60% dyskontem do spółek amerykańskich. M.in. z tego powodu preferujemy **fundusze akcji azjatyckich, często przeważone w technologii i uzupełnione takimi spółkami jak Taiwan Semiconductors i Samsung, nad rozwiązania ograniczające się wyłącznie do Chin.** Ewentualna poprawa nastrojów wokół Chin będzie sprzyjała też cenom surowców czy akcjom południowoamerykańskim - te kierunki oferują naszym zdaniem obecnie lepszy stosunek potencjalnych zysków do ryzyka przy podobnej tezie inwestycyjnej.

Struktura majątku chińskich gospodarstw domowych



Udział inwestycji w PKB



Źródło: Bloomberg, Goldman Sachs, World Bank, 30.08.2023 r.

Istotne informacje

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie (02-595) przy ul. Puławskiej 107, wpisany do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS: 000061809 („DI Xelion”). DI Xelion prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia udzielonego przez Komisję Nadzoru Finansowego i podlega nadzorowi tego organu. Wymagane przepisami prawa informacje o DI Xelion oraz świadczonych usługach, w tym o pełnej ofercie DI Xelion i pozostałych funduszach, ryzyku związanym z oferowanymi instrumentami finansowymi udostępniane są na stronie internetowej www.xelion.pl lub przed rozpoczęciem świadczenia usługi.

Niniejsze opracowanie:

- zostało sporządzone w celu informacyjnym oraz promocyjnym;
- jest udostępniane w jednakowym brzmieniu wszystkim Klientom za pośrednictwem strony www.xelion.pl oraz za pośrednictwem systemu Platforma;
- nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego;
- nie zostało sporządzone na podstawie zlecenia ze strony Klienta ani w wykonaniu usług świadczonych na rzecz Klienta na podstawie umowy z DI Xelion;
- nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego ani nie stanowi rekomendacji nabycia lub zbycia instrumentów finansowych w ramach tej usługi;
- nie stanowi również informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną, ani rekomendacji inwestycyjnej w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE.

Materiał zawiera treści sporządzone niezależnie od dokonanej przez DI Xelion oceny indywidualnej sytuacji Klienta (m.in. poziomu wiedzy o inwestowaniu w zakresie instrumentów finansowych, doświadczenia inwestycyjnego) oraz nie uwzględnia sytuacji finansowej, potrzeb, cech i celów inwestycyjnych Klienta.

Niniejsze opracowanie stanowi wyłącznie wyraz wiedzy oraz prywatnych poglądów autorów według stanu na dzień sporządzenia i nie może być interpretowane w inny sposób. Opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością i starannością przy zachowaniu zasad metodologicznej poprawności, na podstawie ogólnodostępnych informacji, uznanych przez autorów za wiarygodne. Autorzy ani DI Xelion nie gwarantują jednak poprawności, kompletności i dokładności tych informacji.

Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem i oznacza, że inwestor może utracić część lub całość zainwestowanych środków. Stopień ryzyka zależy od rodzaju i klasy aktywów będących przedmiotem inwestycji. Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej inwestor powinien, oprócz prognozy potencjalnego zysku, określić także czynniki ryzyka, jakie mogą wiązać się z daną inwestycją. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie stanowią wobec kogokolwiek zapewnień ani zobowiązań natury prawnej ze strony DI Xelion, nie mogą stanowić wyłącznej podstawy do skorzystania z usług oferowanych przez DI Xelion lub do podjęcia jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej.

Właścicielem i wydawcą materiału jest DI Xelion. Wszelkie prawa są zastrzeżone. Zabronione jest wykorzystywanie materiału w działalności gospodarczej innej niż działalność DI Xelion. Udostępnienie niniejszego materiału nie jest równoznaczne z przeniesieniem przez DI Xelion majątkowych praw autorskich do niniejszego materiału oraz nie stanowi udzielenia licencji do jego wykorzystywania. Zabroniona jest dekompozycja, dekompilacja, dezintegracja czy też zmiana struktury materiału.