

Żaden Lehman, tylko szary nosorożec!

23 września 2021 roku



W naszej opinii problemy płynnościowe i potencjalna upadłość chińskiego dewelopera Evergrande nie stwarzają ryzyka systemowego ani dla gospodarki, ani rynków finansowych Państwa Środka. Sądzimy, że duża medialność tego wydarzenia jest niewspółmierna do niskiego ryzyka negatywnych scenariuszy dla dalszego rozwoju sytuacji. Uważamy, że wpływ wydarzeń z Państwa Środka będzie mieć ograniczony i jedynie przejściowy wpływ na notowanie ryzykownych klas aktywów.

Nieodłącznym elementem inwestowania na rynkach finansowych jest zarządzanie emocjami, a szczególnie strachem. Samo w sobie nie jest to proste zadanie, ponieważ non stop musimy oceniać lawinę nowych informacji, szukając w nich zagrożeń i szans. Tym trudniej utrzymać stoicki spokój, gdy media podsuwają nam historie i narracje, mające na celu przykucie naszej uwagi. A nic tak nie przyciąga naszej uwagi jak potencjalna katastrofa na horyzoncie. Długo tę funkcję spełniał temat pandemii, ale w bieżącym roku mieliśmy już kilka kolejnych, nagłośnionych powodów do obaw. Upadłości dużych funduszy hedgingowych – Archegos Capital i Greensill Capital, zapowiedź podwyżek podatków w USA, znacznie ograniczony zakres wydatków infrastrukturalnych w planie Bidena... W ostatnich dniach z języków nie schodzi natomiast Evergrande Real Estate Group.

Na pierwszy rzut oka wiszące na włosku bankructwo tego chińskiego giganta jawi się jako początek katastrofy w chińskiej gospodarce. ***Problemy chińskiego rynku nieruchomości nie bez powodu od pewnego czasu określa się tzw. szarym nosorożcem (szare nosorożce to wydarzenia o dość wysokim prawdopodobieństwie, których ryzyko wystąpienia jest często ignorowane). Ba, w 2021 r. sektor ten doświadczył już kilku bankructw na stosunkowo niedużą skalę (np. China Fortune czy Sichuan Languang Development).*** Jednakże Evergrande na ich tle jest skrajnym przykładem uzależnienia chińskich firm od długu. Jest to drugi największy pod względem sprzedaży deweloper w Chinach (buduje ponad 750 projektów w sumie w 223 miastach), a zarazem najbardziej zadłużony deweloper na świecie. Skala zobowiązań jest na tyle duża – ok. 300 mld USD, z czego około 1/3 to pożyczki od krajowych banków i obligacje posiadane przez lokalnych i zagranicznych inwestorów –

że Evergrande wpadło w spiralę zadłużenia. Od wielu miesięcy finansowanie bieżącej działalności oraz spłat odsetek odbywało się poprzez zaciąganie nowego kredytu. Ba, wyszło na jaw, że deweloper wypłacał wynagrodzenie swoim podwykonawcom nie w gotówce, lecz w udziałach w produktach oszczędnościowych stworzonych przez siebie. Nabywcami tych produktów oszczędnościowych byli często klienci dewelopera, którzy kupili od niego mieszkanie. ***Innymi słowy tysiące Chińczyków de facto z własnej kieszeni opłacało trwające budowy.*** Przy tak wysokim poziomie dźwigni, zazwyczaj tylko kwestią czasu jest, kiedy niewielki problem rozpoczyna lawinę braku płynności. Tymi problemami okazały się słabnący popyt na nieruchomości w średniej wielkości miastach, spadek cen mieszkań i przede wszystkim zaostrzenie wymogów kapitałowych przez chińskie władze. W rezultacie od ponad roku firma 'flirtuje' z upadłością, czego najświeższymi objawami są zagrożone spłaty zobowiązań wobec chińskich banków (przypadające na 20 września) i obligatariuszy (przypadające na 23 września).

Największą obawę inwestorów budzi wizja kaskadowej porażki w gospodarce Państwa Środka – upadek Evergrande miałby doprowadzić do zatrzymania dostępu innych deweloperów do kapitału i ich niewypłacalność, co z kolei miałoby przełożyć się na ogromne straty sektora bankowego (około 40% aktywów chińskich banków jest powiązana z rynkiem nieruchomości) i w konsekwencji załamania chińskiej gospodarki. Aż 29% chińskiego PKB jest powiązana z budownictwem i deweloperką! ***Czy tak jak podają nagłówki portali i gazet, Evergrande jest chińskim Lehman Brothers? Według nas takie porównanie jest zupełnie nieuzasadnione.*** Zaczniemy od tego, że sytuacja nie jest zaskoczeniem dla decydentów gospodarczych, a wręcz stanowi ona element konsekwentnie realizowanej przez Pekin strategii delewarowania gospodarki. Tak jak polityczna decyzja o zaostrzeniu regulacji dla sektora deweloperskiego była być może gwoździem do trumny Evergrande, tak też polityczna decyzja o ochronie stabilności finansowej w gospodarce może łatwo zamortyzować skutki tej upadłości dla reszty gospodarki. Władze chińskie wielokrotnie podkreślały, że nie dopuszczą do załamania się systemu finansowego.

Żaden Lehman, tylko szary nosorożec!

23 września 2021 roku

FOCUS

Zresztą, 12 lat po kryzysie finansowym i rok po pandemii, przy bilionach dolarów wpompowanych w stymulowanie gospodarki, chyba nikt nie powinien mieć już złudzeń, że politycy na całym świecie działają z założeniem, że mniej kosztowne jest zapobiec kryzysowi za wszelką cenę, niż do niego dopuścić i odbudowywać zniszczenia. Ciężko nam więc sobie wyobrazić, by centralnie sterowana chińska maszyna gospodarcza w trakcie rywalizacji z USA o dominującą rolę na globalnej arenie, dopuściła do zatarcia silnika. Bardziej myślimy o tym w kategoriach, ponownej kalibracji trybików, tak by silnik „brał mniej oleju”. **Chińskie władze jasno stawiają za cel wyleczenie sektora budowlanego z uzależnienia od zadłużenia. Chcą też zapewne ograniczyć pokusy nadużycia** przez firmy, tak by asekurowanie wzrostu gospodarczego przez rząd nie prowadziło do nieodpowiedzialnych decyzji biznesowych w sektorze prywatnym. Evergrande mogło kłuć polityków w oczy m.in. poprzez odchodzenie od podstawowego biznesu budowlanego poprzez poszerzanie biznesu o produkcję samochodów elektrycznych, sprzedaż wody butelkowanej czy prowadzenie klubów sportowych. Dołóżmy do tego fakt, że samo w sobie Evergrande nie jest w stanie zachwiać gospodarką (np. jego zobowiązanie stanowią tylko 0,2% aktywów sektora bankowego). Pekin otrzymuje więc świetną okazję by pogrozić palcem całej branży i ponaglić do spełnienia wymogów kapitałowych. Z drugiej strony, oczekujemy, że Komunistyczna Partia Chin nie będzie zbyt długo zwlekać z interwencją, by chronić interesy lokalnych gospodarstw domowych, oczekujących na swoje mieszkania oraz zwrot oszczędności. W momencie powstawania tego komentarza docierają do nas pierwsze informacje, w których Evergrande, nie podając szczegółów, zapewnia, że zapewniło finansowanie na najbliższą spłatę obligatariuszy. Możemy tylko się domyślać, że w tle może być ugoda z bankami koordynowana przez agencję rządową bądź chiński bank centralny. **Sądzimy, że scenariusz zarażenia gospodarki przez problem Evergrande jest bardzo mało prawdopodobny.**

Co może czekać samego dewelopera? Niekontrolowane bankructwo byłoby ryzykiem dla całego chińskiego systemu finansowego. Dlatego w naszej ocenie prawdopodobieństwo tego scenariusza jest bardzo małe, a rząd nie będzie chciał dopuścić do takiego „eksperymentu”. Podobnie wydaje nam się, że tzw. bailout (tzn. wykup z

użyciem publicznych środków) nie jest bazowym scenariuszem, dlatego że Evergrande to prywatna spółka postrzegana przez władze jako niechlubny przykład źle zarządzanej i nadmiernie zadłużonej, a przy tym jednocześnie działającej w jednym z kluczowych gospodarczo sektorów. Także z punktu widzenia kierunku rozwoju chińskiej polityki mieszkaniowej (decyzje Pekinu będą także istotnym sygnałem dla innych spółek z branży). **Według nas bardziej prawdopodobnym scenariuszem jest długotrwały proces restrukturyzacji (tzw. standstill) wynikający z pośredniej interwencji Pekinu, o czym świadczą m.in. trwające rozmowy z chińskimi bankami na temat odroczenia spłaty zobowiązań. Dodatkowo inne spółki deweloperskie mogłyby zostać zaangażowane do przejęcia pozostałych do zrealizowania projektów mieszkaniowych w zamian za udziały w banku ziemi dewelopera.** Najbardziej narażone na bankructwo Evergrande są pojedyncze, małe lokalne banki. Oceniamy jednak, że najprawdopodobniej Ludowy Bank Chin (PBOC) dostarczy im dodatkowej płynności, aby ograniczy ryzyko efektu zarażenia. Jednocześnie, można spekulować, czy Pekin nie zdecyduje się na przejściowe poluzowanie wymogów wobec całego sektora deweloperskiego, dając więcej czasu na ustabilizowanie kondycji.

Choć przypadek Evergrande jest w znacznym stopniu lokalny i dotyczy rynku chińskiego, to jednak oddziałuje na emocje inwestorów na całym świecie. **Być może jest to właśnie katalizator korekty na rynkach ryzykownych aktywów. Korekty, o której wyczekiwaniu piszemy już od kwietnia bieżącego roku. Korekty, która wg nas byłaby orzeźwieniem dla „zdyszanych” indeksów i finalnie zdrowym elementem, sprzyjającym kontynuacji hossy.** Wpisuje się to w komunikowaną przez nas od wielu tygodni preferowaną strategię – stopniowego, rozłożonego w czasie budowania pozycji w silnie zdywersyfikowanych aktywach o charakterze wzrostowym. Jest też niemałe prawdopodobieństwo, że Evergrande jest symptomem szerszego trendu, który może nas czekać, a mianowicie większej zmienności na rynkach, weryfikowania optymizmu zdyskontowanego w silnych wzrostach cen ryzykownych aktywów, testowania przez decydentów gospodarczych na ile można przykre-

Żaden Lehman, tylko szary nosorożec!

23 września 2021 roku

FOCUS

cić kurek z tanim kapitałem. Poza ogólnym i wg nas przejściowym wzrostem awersji do ryzyka chińskie perypetie mogą mieć też bardziej specyficzne reperkusje. Te dla wygody wypunktujemy:

- Pod presją mogą pozostać obligacje z rynków wschodzących o ratingu spekulacyjnym. Szczególnie dotyczy to oczywiście obligacji chińskiego rynku obligacji high yield gdzie analitycy JP Morgana szacują, że ze względu na trudną sytuację finansową części deweloperów, stopa upadłości (default rate) w tym roku dla sektora nieruchomości może wynieść aż 23% co przekłada się na blisko 40% chińskich obligacji deweloperskich (property bonds) o ratingach spekulacyjnych. Negatywny sentyment może rozlać się także na obligacje skarbowe krajów o niższej wiarygodności kredytowej.
- Na tym tle spodziewamy się relatywnie wyższej odporności obligacji high yield na rynkach rozwiniętych. Po pierwsze, stopień dźwigni finansowej w sektorze prywatnym jest na zachodzie znacznie mniejszy niż w Chinach. Po drugie, banki centralne na rynkach rozwiniętych aktywnie angażowały się już w asekurowanie instrumentów wysokodochodowych.
- Na tle szerokiej gamy klas aktywów to surowce, a szczególnie metale przemysłowe stanowiące ok. 15% indeksy Bloomberg Commodity Index, są narażone na ewentualne spowolnienie aktywności w chińskim budownictwie. Spodziewamy się jednak, że nawet jeśli do takowego by doszło, to infrastrukturalne programy rządowe w krajach rozwiniętych z czasem zrekompensują słabszy popyt z Azji.
- Losy chińskiego rynku akcji w horyzoncie kilku, kilkunastu najbliższych miesięcy pozostają dla nas zagadką. Nie możemy lekceważyć ewidentnego zwrotu w polityce Pekinu, nakierowanego na delewarowanie gospodarki, utrudnienie dostępu do swoich „srebrnych” Zachodowi, penalizowanie kapitalistycznego gwiazdorstwa i redystrybucję dochodu uderzającą w 1% najbogatszych Chińczyków. Nowe pomysły nie sprzyjają aprecjacji walorów w Szanghaju czy Hong Kongu. Choć dużo z nich może być już ujęte w niższych cenach akcji, to niesamowicie ciężko okre-

ślić jakie kolejne pomysły Pekin zaprezentuje jeszcze globalnym inwestorom. Długofalowo jednak oceniamy perspektywy zarówno gospodarki jak i giełd chińskich na pozytywne.

- Ciężki wątpliwości rzucony na segment wysokodochodowych obligacji powinien natomiast wg nas sprzyjać bardziej jakościowym walorom z rynków wschodzących, do których zalicza się także polskie obligacje skarbowe.
- Ryzyko spowolnienia chińskiej gospodarki i kontynuacji przeceny surowców można wg nas przyjąć też jako pozytyw dla obligacji z rynków rozwiniętych - skarbowych oraz korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym.

Odnosimy wrażenie, że istotna część negatywnych informacji związanymi z Evergrande jest już za nami i znajduje odzwierciedlenie w rynkowych wycenach aktywów. Sądzymy, że uwaga inwestorów w krótkim czasie skupi się znów na bankach centralnych, programach rządowych, drożności kanałów logistycznych i perspektywach wzrostu zysków spółek na wiodących rynkach globalnych.



Żaden Lehman, tylko szary nosorożec!

23 września 2021 roku

FOCUS

UWAGA: Niniejszy materiał został przygotowany przez Pekao TFI S.A. w celu reklamy i promocji funduszy/subfunduszy. Nie stanowi on oferty w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - Kodeks cywilny, jak również usługi doradztwa inwestycyjnego oraz udzielania rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych lub ich emitentów w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi ani usługi doradztwa prawnego i podatkowego. Treści zawarte w materiale nie spełniają definicji badań inwestycyjnych, o których mowa w art. 36 ust. 1 pkt a) i b) rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Materiału nie należy traktować jako informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną i rekomendacji inwestycyjnej opisanych w art. 3 ust. 1 pkt 34) i 35) rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 roku w sprawie nadużyć na rynku. W materiale wykorzystano źródła informacji, które Pekao TFI S.A. analizując z najwyższą starannością, uważa za rzetelne i wiarygodne. Nie istnieje jednak gwarancja, iż są one w pełni wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Jeśli nie wskazano inaczej, dane makroekonomiczne oraz dot. indeksów rynkowych, pochodzą z serwisu Bloomberg. Jeżeli w materiale zawarte są hiperłącza do serwisów internetowych nie będących własnością Pekao TFI S.A, Pekao TFI S.A. nie ponosi odpowiedzialności za zawartość oraz dostępność tych serwisów internetowych. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym materiale, wyrażają wyłącznie opinię ich autora. Powielanie, publikowanie bądź rozpowszechnianie w jakikolwiek inny sposób całości lub części materiału bez zgody Pekao TFI S.A. jest zabronione.

UWAGA! Inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykiem wynikającym z wahań cen na rynkach, zmian wysokości stóp procentowych, kursów walut itp. Informacje na temat wyników osiągniętych w przeszłości dostępne są na stronie www.pekao.tfi.pl i w Kluczowych Informacjach Dla Inwestorów (KII). Indywidualna stopa zwrotu z inwestycji nie jest tożsama z wynikiem inwestycyjnym funduszu/subfunduszu i jest uzależniona od dnia zbycia oraz dnia odkupienia jednostek uczestnictwa, a także od wysokości pobranych opłat manipulacyjnych i opłat za zarządzanie, które obniżają wartość inwestycji, kategorii jednostek uczestnictwa oraz obowiązków podatkowych obciążających uczestnika, w szczególności wysokości podatku od dochodów kapitałowych. Wysokość i zasady ustalania i pobierania wskazanych opłat zawiera prospekt informacyjny. Wysokość stawki opłaty manipulacyjnej jest uzależniona od wysokości dokonywanej wpłaty oraz salda wszystkich kont uczestnika objętych prawem akumulacji wpłat zgodnie z prospektem i statutem danego funduszu. Historyczne wyniki inwestycyjne nie są gwarancją osiągnięcia podobnych w przyszłości. Fundusz inwestycyjny nie gwarantuje realizacji założonego celu inwestycyjnego ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Uczestnik funduszu inwestycyjnego powinien mieć świadomość możliwości osiągnięcia zysku, ale również poniesienia straty przynajmniej części wpłaconych środków. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie mogą być jedyną podstawą do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje podjęte wyłącznie na podstawie niniejszego materiału ponoszą jego odbiorcy. Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej zalecane jest zapoznanie się z prospektem informacyjnym odpowiedniego funduszu zawierającym szczegółowy opis czynników ryzyka związanego z inwestowaniem i zwięzły opis praw uczestników, a także kluczowymi informacjami dla inwestorów oraz informacjami dla klienta alternatywnego funduszu inwestycyjnego, które, wraz z tabelami opłat i sprawozdaniaми finansowymi funduszy/subfunduszy, dostępne są u podmiotów prowadzących dystrybucję oraz na www.pekao.tfi.pl. Pełna lista funduszy/subfunduszy zarządzanych przez Pekao TFI S.A. oraz lista prowadzących dystrybucję dostępna jest na www.pekao.tfi.pl. Informacje na temat połączeń, przekształceń oraz zmian nazw funduszy i subfunduszy znajdują się na www.pekao.tfi.pl.

Pekao Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, 02-674 Warszawa, ul. Marynarska 15, wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego Sądu Rejonowego dla m. st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000016956, posługująca się numerem NIP 521 11 82 650. Kapitał zakładowy: 50 504 000 złotych, łączna kwota uiszczonych wkładów równa kapitałowi zakładowemu. Pekao TFI S.A. działa na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego.