

Czy w najbliższej przyszłości czekają nas wzrosty stóp procentowych?

Data publikacji: 29 kwietnia 2010 r., godz. 17:08 | Ostatnie uaktualnienie: 10 maja 2010 r., godz. 14:01



Światowe odbicie gospodarcze przebiega w różnym tempie; rynki wschodzące, w szczególności w Azji, notują solidne wzrosty, podczas gdy gospodarki rozwinięte nadal muszą stawiać czoła poważnym trudnościom. W tym samym czasie, perspektywy wzrostów stóp procentowych na skalę globalną wypadły z centrum uwagi inwestorów, ustępując pola kryzysowi zadłużenia publicznego w Europie.

Dr Michael Hasenstab (MH), starszy wiceprezes i zarządzający portfelem funduszu Templeton Global Bond Fund w Franklin Templeton Investments uważa, że rozbieżność pomiędzy nadmiernie zależnymi od lewarowania gospodarkami rozwiniętymi a rynkami wschodzącymi, w szczególności z regionu azjatyckiego, o solidnych wskaźnikach fundamentalnych będzie charakterystyczna dla 2010 roku na światowych rynkach finansowych. Skuteczne działania stymulacyjne podjęte w ramach polityki pieniężnej i budżetowej w odpowiedzi na światową recesję przełożyły się na zwiększenie ryzyka nadmiaru płynności, wyższej inflacji, rosnących podatków i innych niekorzystnych efektów ubocznych, które – w połączeniu z koniecznością podjęcia decyzji o czasie wycofywania stymulacji gospodarki – będą poważnym wyzwaniem dla władz na całym świecie.

Niemniej jednak, dr Hasenstab sądzi, że rynki wschodzące są obecnie na uprzywilejowanej pozycji, dzięki wyższej wydajności produkcji, rosnącym inwestycjom i coraz większemu strumieniowi napływającego kapitału. Poniżej, Michael Hasenstab odpowiada na pytania czytelników dotyczące stóp procentowych, inflacji i potencjału wzrostowego na rynkach obligacji.

Jaki może być prawdopodobny wpływ skutecznej polityki pieniężnej i budżetowej gospodarek wschodzących na strategię funduszy inwestycyjnych w 2010 r.?

Viktor O. Ledenyov, Ukraina

Michael Hasenstab: Poprawa czynników strukturalnych dostrzegalna na wielu rynkach wschodzących przekonała wielu inwestorów do zrewidowania swych tradycyjnych poglądów. Przykładowo, podczas gdy wiele krajów rozwiniętych zaciągnęło potężne deficyty budżetowe i notuje dalszy wzrost zadłużenia w sektorze publicznym i prywatnym, większość rynków wschodzących jest w znacznie lepszej sytuacji, mając niższe obciążenia zadłużeniem i zrównoważone salda budżetowe.

Co więcej, wiele z tych gospodarek nadal osiąga nadwyżki na rachunkach obrotów bieżących i spodziewa się znacznie mocniejszego wzrostu gospodarczego. Te lepsze wyniki gospodarcze powinny sprzyjać aktywom z rynków wschodzących w najbliższej przyszłości.

Można przyjąć, że niektóre gospodarki (np. Wielka Brytania, USA, peryferyjne kraje strefy euro, itd.) mają większe zadłużenie publiczne i prywatne, niż według najśmielszych prognoz mogłoby być utrzymane przy „normalnych” poziomach stóp procentowych. Czy nie byłoby lepszym rozwiązaniem „zresetowanie” maszyny gospodarczej,

poprzez pozwolenie stopom procentowym poszczególnych gospodarek na określenie swych optymalnych poziomów, odpisanie nieściągalnych długów i poczekanie na korektę cen aktywów? Czy nie byłoby to przynajmniej przypomnieniem, że pozbawione ryzyka zwroty z inwestycji możliwe są wyłącznie przy zachowaniu ostrożności? Czy rozważa jest niemożliwa, gdy władze obiecują zbyt dużą stabilizację i „przewidywalność”?
David Boorer, Hexham, Wielka Brytania

MH: Uważamy, że niezdolność do obsługi długu publicznego w USA, Wielkiej Brytanii czy największych gospodarkach strefy euro jest niezwykle mało prawdopodobna. Bilanse tych krajów oczywiście pogorszyły się, co z pewnością będzie miało niekorzystny wpływ w przyszłości, kiedy konieczne staną się podwyżki podatków i cięcia wydatków publicznych.

Niemniej jednak, te gospodarki nadal mają spore pole do manewru, zanim zadłużenie stanie się poważnym problemem. Niezbędna konsolidacja fiskalna będzie sporym wyzwaniem, przede wszystkim dla krajów, w których odbicie gospodarcze przebiega powoli, jednak prognozy ostatecznego rezultatu nie powinny być nadmiernie pesymistyczne.

Czy warto kupować amerykańskie papiery skarbowe zabezpieczone przed inflacją? Czy europejski kryzys zadłużenia skarbowego przypomina te, które wydarzyły się w Azji w latach 1997/1998 lub 2008? Czy nadal uważa Pan, że czeka nas istotny wzrost rentowności obligacji długoterminowych, a USA zaczną skupować zadłużenie?
Callum D’Ath, Edynburg

MH: Staramy się nie tylko zabezpieczać przed wzrostami rentowności obligacji USA, ale także zarabiać na tych wzrostach, a obecnie nie mamy w portfelu żadnych amerykańskich papierów skarbowych. Dostrzegamy silną korelację pomiędzy rentownością obligacji skarbu państwa USA a kursem japońskiego jena. Zauważając się zróżnicowanie wysokości stóp procentowych sprzyjało w ostatnim czasie umacnianiu się jena do USD, jednak jeżeli rentowność amerykańskich obligacji skarbowych wzrośnie (tzn. nastąpi odwrócenie się trendu konwergencji stóp procentowych), jen może się osłabić. Nasza ujemna ekspozycja na jena stanowi zatem zabezpieczenie przed potencjalnym wzrostem rentowności obligacji skarbowych USA.

Uważam, że grecki kryzys przypomina nie tyle wydarzenia w Azji (w którymkolwiek ze wspomnianych okresów), co problemy Argentyny w 2000 r.: Grecja będzie musiała przeprowadzić generalną, surową korektę polityki budżetowej przewidzianą w programie MFW, aby skierować swe finanse publiczne na właściwą drogę, stawiając jednocześnie czoła problemowi znaczącej utraty konkurencyjności. Niemniej jednak, inne peryferyjne kraje strefy euro są w lepszej sytuacji, choć niektóre z nich także będą potrzebowały zmian w polityce budżetowej, co przekonuje nas, że systemowemu kryzysowi można i uda się zapobiec.

Którymi strategiami inwestowania w instrumenty o stałym dochodzie powinni zainteresować się inwestorzy obawiający się, że wzrosty stóp procentowych, wycofanie programów stymulacyjnych oraz wysokie poziomy zadłużenia przedsiębiorstw o terminie zapadalności w latach 2012-2014 przełożą się na ograniczenie wartości aktualnych inwestycji w papiery dłużne?
Vytautas Adomaitis, Wilno, Litwa

MH: Wzrosty stóp procentowych na całym świecie będą wyzwaniem, ale także szansą dla inwestorów koncentrujących się na rynku instrumentów o stałym dochodzie. Zróżnicowane tempo odbicia gospodarczego będzie kluczowe dla osiągania zysków w takich warunkach. Przykładowo, takie kraje, jak Australia, Norwegia czy ostatnio Brazylia, już podnoszą stopy procentowe, wobec przyspieszenia dynamiki swych gospodarek.

Zgodnie z oczekiwaniami, ich waluty radzą sobie lepiej niż waluty krajów, w których wzrost pozostaje mizerny, a zaostrzenie polityki pieniężnej w najbliższym czasie jest mało prawdopodobne. Taki trend powinien utrzymać się w najbliższym czasie, sprzyjając walutom szybko rozwijających się krajów, np. wschodzących rynków azjatyckich, na tle słabszych wyników walut z mniej dynamicznych regionów, np. strefy euro czy Japonii.

Oprócz ekspozycji na rynki walutowe, inwestorzy powinni zachować ostrożność co do czasu zapadalności papierów dłużnych, w szczególności tych emitowanych przez gospodarki, których zadłużenie publiczne będzie prawdopodobnie nadal rosnąć. Aktualnie nie utrzymujemy żadnych pozycji obligacji skarbowych USA, Wielkiej Brytanii ani Japonii, ponieważ spodziewamy się wzrostów ich rentowności w średniej perspektywie. Możliwe jest, ponadto, takie pozycjonowanie portfela, które umożliwi zarabianie na wzrostach stóp procentowych.

Jeżeli chodzi o to gdzie obecnie dostrzegamy możliwości dla inwestorów, należy przede wszystkim podkreślić wagę elastycznego podejścia inwestycyjnego. Indeks porównawczy obejmuje ekspozycje na papiery o najdłuższym czasie

zapadalności z krajów rozwiniętych o najwyższym poziomie zadłużenia. Aby móc zarabiać na wzrostach stóp procentowych, należy zachować elastyczne podejście i skupić się na czynnikach fundamentalnych.

Mam dużą pozycję tytułów uczestnictwa Waszego funduszu obligacji światowych (Global Bond Fund*) i zauważyłem, że utrzymujecie znaczącą krótką pozycję na euro. Czy ustalony został docelowy kurs EUR/USD lub jakiegokolwiek ruchy w zakresie polityki pieniężnej, które skłoniłyby zarządzających do zamknięcia tej krótkiej pozycji?

Norbert Collins, Paryż

MH: Nie ustalamy kursów docelowych dla naszych pozycji inwestycyjnych, a raczej oceniamy je na bieżąco, w miarę zmian czynników fundamentalnych. Jeżeli chodzi o euro, to choć kurs tej waluty do USD zbliżył się do poziomu, który uważamy za uzasadniony czynnikami fundamentalnymi, nadal sądzimy, że dolar będzie umacniał się wobec euro w miarę coraz szybszego wzrostu gospodarczego w USA na tle wolniejszego odbicia w Europie.

Jaki wpływ będzie miało zaostrzenie polityki pieniężnej w Chinach na strategię wychodzenia z programów stymulacyjnych przez partnerów handlowych tego kraju? Czy możliwe jest ostudzenie chińskiej gospodarki bez negatywnych skutków odczuwalnych na całym świecie?

Stephen Sparks, Singapur

MH: Dotychczasowa rozważna polityka pieniężna Chin napawa nas optymizmem. Niezwykle szybkie odbicie gospodarcze jest ewidentne i uważamy, że gdyby potężna stymulacja wdrożona w ubiegłym roku nie została wstrzymana, mogłoby dojść do niebezpiecznego przegrzania gospodarki.

Lokalne władze na szczęście w porę zidentyfikowały to zagrożenie i podejmują kolejne kroki w kierunku spowolnienia gospodarki i ograniczenia wzrostów cen aktywów. Nie sądzimy jednak, by takie działania „wykoleiły” odbicie gospodarcze. Zaostrzanie polityki pieniężnej ma jak dotąd charakter dość konserwatywny, a nadrzędnym celem władz pozostaje zrównoważony, wysoki wzrost gospodarczy.

Kryzys zadłużenia publicznego w Europie opisywany jest jako „europejski przypadek Lehman Brothers”. Czy obecna sytuacja może przeistoczyć się w krach systemowy, który spowoduje upadek euro?

Marcus Swann, Glasgow

MH: Uważamy, że euro pozostanie solidną walutą. Z pewnością konieczne są reformy fiskalne, jak również pewne korekty szerokiej struktury politycznej w celu skoordynowania polityki budżetowej. Niemniej jednak, Europa ma nawet 5 lub 10 lat na przeprowadzenie takich działań, a zatem zmiany nie muszą być widoczne natychmiast.

Uważamy, że jest bardzo mało prawdopodobne, by jakikolwiek kraj opuścił strefę euro, lub został z niej wykluczony, jednak trudne wyzwania nadal będą źródłem istotnej presji dla wzrostu gospodarczego. Te czynniki przemawiają za utrzymaniem krótkiej pozycji euro.

Czy nie uważa Pan, że obawy dotyczące kryzysu zadłużenia publicznego w strefie euro odbijają się negatywnie także na innych rynkach obligacji, zarówno korporacyjnych, jak i rządowych, jeżeli sytuacja się nie wyjaśni? Czy możemy być pewni, że zaraza jeszcze nie zaczęła się rozprzestrzeniać? A kiedy – i o ile – to nastąpi, jakim wskaźnikiem ekonomicznym powinniśmy się przyglądać?

Lucy Andrews, Hampshire

MH: Pewne oznaki efektu zarazy można dostrzec już dziś: ceny aktywów nie mających fundamentalnego związku z problematyczną sytuacją były ostatnio pod wpływem wzmożonej zmienności. Jak zawsze koncentrujemy się na średnioterminowych czynnikach fundamentalnych i wykorzystujemy ten okres wzmożonej zmienności do nabywania pozycji o mocnych fundamentach po atrakcyjnych cenach. Uspokojenie wzmożonej zmienności wymaga nieco czasu, ale jesteśmy pewni, że utrzymywanie pozycji o mocnych czynnikach fundamentalnych okaże się korzystne w dłuższej perspektywie, kiedy sytuacja na rynkach wróci do normy.

Czy w tym roku Fed także będzie utrzymywał stopy procentowe na rekordowo niskich poziomach „nieco dłużej”? Zastanawiam się, czy ostatnie spadki na rynkach akcji i obawy związane z zadłużeniem skłonią Rezerwę Federalną do powstrzymania się od działania. Czy presja na wzrost inflacji będzie tak duża, kiedy Chiny będą schładzać swój wzrost gospodarczy?

Francis Thom, St. Augustin

MH: Choć nie przewidujemy wzrostów stóp procentowych w USA w najbliższym czasie, spodziewamy się pewnego zaostrzenia polityki pieniężnej w średniej perspektywie, kiedy kondycja gospodarki ulegnie istotnej poprawie, a potężne wsparcie ze strony Rezerwy Federalnej przestanie być potrzebne. Twórcy polityki pieniężnej mają do dyspozycji wiele narzędzi do stopniowego przywracania „normalnych” warunków bez zakłócania odbicia gospodarczego. Łagodne zaostrzenie polityki będzie z pewnością większym wyzwaniem.

Jaki jest Wasz punkt widzenia na wydarzenia w Grecji i innych krajach południowoeuropejskich? Czy utrzymujecie jakiegokolwiek pozycje greckich, hiszpańskich lub włoskich obligacji skarbowych?

Jackie Masters, Londyn

MH: Obecnie mamy ujemną ekspozycję na euro i nie utrzymujemy żadnej ekspozycji na obligacje greckie ani obligacje rządowe żadnych krajów członkowskich strefy euro obciążonych wysokim poziomem lewarowania. Dynamika długu publicznego Grecji nie może być utrzymana na dłuższą metę i wymaga bezprecedensowych i bolesnych reform. Nielatwą sytuację jeszcze bardziej komplikują trudne warunki polityczne, w jakich cięcia wydatków publicznych i podwyżki podatków będą musiały zostać przeprowadzone, jak również utrata wiarygodności przez grecki rząd po latach manipulowania danymi statystycznymi.

Strefa euro stoi zatem przed poważnym wyzwaniem, jednak nie sądzimy, by jakikolwiek kraj ostatecznie opuścił unię walutową. W obecnych warunkach, należy przede wszystkim dokonać rozróżnienia pomiędzy papierami dłużnymi różnych emitentów. Przykładowo, niektóre kraje, jak Węgry czy Litwa, w porę zauważyły konieczność zmian i zanotowały znaczące postępy w dążeniu do zniwelowania nierównowagi, jaka była utrapieniem tego regionu w okresie boomu gospodarczego.

Choć kłopoty Grecji mogą wywołać wyprzedaż w całym regionie, zinterpretowaliśmy taki obrót sytuacji jako pojawienie się okazji do zakupów, ponieważ uważamy, że systemowy kryzys w strefie euro jest mało prawdopodobny, a znacznie mocniejsze fundamenty gospodarek Europy Środkowo-Wschodniej powinny okazać się odporne na niekorzystny wpływ problemów Grecji i innych krajów peryferyjnych „eurolandu”.

Biorąc pod uwagę ostatnią nieprzychylną reakcję rynków na pomoc dla Grecji oraz rosnące obawy przed możliwością przeistoczenia się kłopotów z zadłużeniem w kryzys systemowy, jaką pozycję przyjmujecie, by zabezpieczyć portfel przed takim ryzykiem? Zauważyłem także Wasze optymistyczne podejście do rynków wschodzących; co sądzicie o uniezależnieniu się tych rynków jako formie ochrony przed negatywnym wpływem problemów z zadłużeniem krajów rozwiniętych? Taka strategia nie okazała się zbyt skuteczna podczas spowolnienia w latach 2008/2009.

David Strassel, San Diego

MH: Uważamy, że kontrast pomiędzy rynkami wschodzącymi i rozwiniętymi przeobrazi się w istotne rozbieżności na światowych rynkach finansowych, które będą ważnym tematem przewodnim w 2010 roku. Zanikanie wzajemnej zależności było popularną tezą głoszoną na początku światowego kryzysu finansowego, która została jednak obalona z chwilą raptownego uwidocznienia się wspólnego trendu wszystkich aktywów obciążonych wyższym ryzykiem pod koniec 2008 r. i na początku 2009 r.

Duża korelacja pomiędzy ryzykownymi aktywami utrzymywała się także na początkowych etapach odbicia. Niemniej jednak, uważamy, że w przyszłości coraz ważniejsze będzie odrębne traktowanie gospodarek o solidnych fundamentach i tych, które nadal będą pod negatywnym wpływem wewnętrznych kłopotów gospodarczych. Wśród pierwszych przykładów tego trendu jest nadmierne lewarowanie Dubai World czy Grecji.

Z drugiej strony, bardziej zrównoważone warunki ekonomiczne pozwoliły takim rozwiniętym gospodarkom, jak Australia, Norwegia czy Izrael zacząć zaostrzać politykę pieniężną, a niektóre rynki wschodzące, np. Chiny, zanotowały dwucyfrowy wzrost gospodarczy już w czwartym kwartale 2009 r. Ważnym czynnikiem mającym wpływ na nasze pozycjonowanie na stopy procentowe i waluty z całego świata będzie indywidualna ocena wzrostów gospodarczych i dynamiki wskaźników inflacji w poszczególnych krajach. Spodziewamy się, w szczególności, umacniania się walut azjatyckich do dolara amerykańskiego, euro i jena w średniej perspektywie, dzięki znacznie większej sile odbicia gospodarczego w Azji.

Sytuacja w Grecji wywołała falę wyprzedaży skarbowych papierów dłużnych na całym świecie, niezależnie od względnej kondycji bilansów poszczególnych emitentów. Ostatnio prognozowaliście, że nawrotów greckiego kryzysu można spodziewać się w latach 2011, 2012 i 2013. Czy, według Was, obligacje skarbowe z rynków wschodzących o generalnie mocnych fundamentach (np. z Korei czy Brazylii) także mogą znaleźć się pod presją

**w nadchodzących latach, a jeżeli tak – jak będzie pozycjonowany portfel funduszu Templeton Global Bond Fund, aby zapewniał odpowiednie bezpieczeństwo kapitału w tak niekorzystnych warunkach?
Kayne Jacobs, Seattle**

MH: W warunkach tak zróżnicowanego odbicia, konieczne jest elastyczne podejście inwestycyjne. Choć nie spodziewamy się powtórki z ubiegłorocznego masowego wzrostu apetytów na ryzyko, zróżnicowane światowe odbicie gospodarcze z pewnością przyniesie wiele atrakcyjnych okazji dla inwestorów. Mogą pojawić się okresy wzmożonej zmienności wywołanej niekorzystnymi wieściami napływającymi z mocno zadłużonych krajów, jednak epizodyczne fale „efektu zarazy” będą dla nas okazją do nabywania pozycji o mocnych fundamentach po atrakcyjnych cenach. Biorąc pod uwagę nasze elastyczne podejście, koncentrację na analizie fundamentalnej, szeroką wiedzę i obecność na różnorodnych rynkach na całym świecie, mamy pewność, że w przyszłości także będziemy w stanie zapewniać solidne zwroty z inwestycji.

.....
Copyright The Financial Times Limited 2010.

* *Franklin Templeton Investment Fund, Subfundusz Luksemburskiej spółki SICAV*

Informacja natury prawnej

Niniejszy dokument został sporządzony wyłącznie do celów informacyjnych i nie stanowi porady prawnej ani podatkowej ani oferty sprzedaży jakichkolwiek udziałów ani zaproszenia do zapisów na tytuły uczestnictwa jakiegokolwiek funduszu luksemburskiego SICAV Franklin Templeton Investment Funds (zwanego dalej „Funduszem”). Żadnej z części niniejszego dokumentu nie należy traktować jako porady inwestycyjnej. Opinie wyrażone w niniejszym dokumencie stanowią opinie autora tego dokumentu na dzień publikacji i mogą ulec zmianie bez odrębnego powiadomienia.

Zapisy na tytuły uczestnictwa mogą być dokonywane wyłącznie w oparciu o aktualny, pełny lub skrócony prospekt informacyjny Funduszu, ostatnie roczne sprawozdanie finansowe opatrzone opinią biegłego rewidenta oraz ostatnie półroczne sprawozdanie finansowe, o ile zostało opublikowane później niż sprawozdanie roczne.

Ceny tytułów uczestnictwa i dochody uzyskiwane z tytułów uczestnictwa mogą ulec zmniejszeniu lub zwiększeniu, a inwestorzy mogą nie odzyskać całej zainwestowanej kwoty. **Wyniki historyczne nie gwarantują wyników przyszłych.** Zmiany kursów walut mogą wpływać na wartość inwestycji zagranicznych. Inwestowanie w fundusz denominowany w walucie obcej także wiąże się z ryzykiem zmian kursów wymiany.

Inwestowanie w tytuły uczestnictwa Funduszu wiąże się z ryzykiem opisanym w pełnym i skróconym prospekcie informacyjnym Funduszu. Ryzyko związane z inwestycjami na rynkach wschodzących może być większe niż ryzyko na rynkach rozwiniętych. Inwestycje w instrumenty pochodne wiążą się z określonym rodzajem ryzyka szczegółowo opisanym w prospekcie informacyjnym Funduszu.

Tytuły uczestnictwa Funduszu nie mogą być bezpośrednio ani pośrednio oferowane ani sprzedawane obywatelom ani rezydentom Stanów Zjednoczonych Ameryki Północnej. Tytuły uczestnictwa Funduszu nie są dostępne na każdym terytorium podlegającym dowolnej jurysdykcji, a osoby ubiegające się o pozyskanie tytułów uczestnictwa powinny sprawdzić możliwość nabycia tytułów uczestnictwa u lokalnego przedstawiciela Franklin Templeton przed planowaniem inwestycji.

Wszelkie badania i analizy uwzględnione w niniejszym dokumencie zostały opracowane na potrzeby i do wyłącznych celów Franklin Templeton Investments i są udostępniane w niniejszym dokumencie wyłącznie do celów informacyjnych. Odniesienia do konkretnych gałęzi przemysłu, sektorów czy spółek mają charakter ogólnych informacji i nie muszą odzwierciedlać rzeczywistego zaangażowania funduszu w jakimkolwiek momencie.

Przed podjęciem jakichkolwiek decyzji inwestycyjnych, zalecamy skonsultowanie się z doradcą finansowym. Kopię najnowszej wersji prospektu informacyjnego, rocznego sprawozdania finansowego lub półrocznego sprawozdania finansowego, o ile zostało opublikowane po publikacji ostatniego sprawozdania rocznego, można znaleźć na naszej stronie internetowej www.franklintempleton.pl lub otrzymać za darmo od Franklin Templeton Investments Poland Sp. z o.o.; Rondo ONZ1; 00-124 Warsaw Tel: +48 22 337 13 50; Fax: +48 22 337 13 70
Dokument wydany przez Franklin Templeton Investments Poland Sp. z o.o.