



FRANKLIN TEMPLETON
INVESTMENTS

Papiery wartościowe o stałym dochodzie – aktualizacja

< GAIN FROM OUR PERSPECTIVE® >

26 maja 2010 r.

Zmienność na rynkach światowych

Komentarz dr Michaela Hasenstaba

Chciałbym skorzystać z okazji, by podzielić się z Państwem naszymi spostrzeżeniami dotyczącymi aktualnej zmienności sytuacji rynkowej, a także – co najistotniejsze – wynikających z niej możliwości dla inwestorów.

Na początku chciałbym omówić źródła tej wzmożonej zmienności oraz nasze poglądy na paniczne zachowanie inwestorów. Sądzę, że mieliśmy do czynienia z rzadkim połączeniem całego szeregu czynników powodujących obecne zawirowania, a czele z reakcją rynków na strukturalne i fundamentalne problemy Grecji oraz perspektywę bezprecedensowych reform, niezbędnych do przywrócenia zrównoważonej dynamiki zadłużenia publicznego tego kraju. Już wcześniej unikaliśmy ekspozycji na rynek grecki, wobec obaw związanych z poziomem długu tego kraju. Ponadto, rynki zaczęły w coraz większym stopniu odzwierciedlać fakt, że Europa stoi przed znacznie trudniejszymi wyzwaniem w porównaniu z resztą świata, a w szczególności z USA czy Azją. Do utrzymania negatywnej ekspozycji na euro częściowo motywowały nas także nasze prognozy, że wzrost gospodarczy w Europie będzie niższy w ujęciu względnym.

Kolejnym istotnym, według mnie, czynnikiem, jest brak koordynacji europejskiej polityki gospodarczej. Pomimo unii walutowej, Europa nie prowadzi spójnej polityki fiskalnej ani nie ma wspólnej struktury, w ramach której mogłaby rozwiązywać problemy budżetowe. Problem ten nabiera większego znaczenia w obliczu kryzysu zadłużenia publicznego w Grecji oraz różnych reakcji poszczególnych krajów i gorących debat wewnętrznych, w szczególności w Niemczech, co skłania do myślenia o tym w jaki sposób ma funkcjonować unia walutowa bez wspólnej polityki budżetowej. Uważam, że to właśnie jest najistotniejsze źródło bieżącej zmienności. Kolejnym problemem jest dalsze potężne zadłużenie, które jest zaciągane w konsekwencji bieżącego kryzysu.

Wszystkie te czarne chmury zgromadziły się nad Europą w tym samym czasie, jednak myślę, że najważniejszą rzeczą jest obecnie sformułowanie odpowiedzi na kilka pytań. Czy mamy do czynienia z problemem europejskim czy światowym? Czy w Europie możemy spodziewać się „efektu domina” i kryzysów zadłużenia publicznego w innych krajach? Uważam, że problem dotyczy przede wszystkim Europy: oczywiście ma i będzie miał określony wpływ na rynki światowe, jednak w dłuższej perspektywie, np. w przyszłym roku, powinien być odczuwalny głównie w Europie. Ponadto, choć poziomy zadłużenia w innych krajach europejskich są znaczące i mogą stać się źródłem pewnych problemów w przyszłości, reakcja łańcuchowa jest mało prawdopodobna, biorąc pod uwagę wdrażane programy płynnościowe. Europa poniesie pewne koszty tych programów, wśród których może być, na przykład, osłabienie euro, jednak należy zrozumieć różnicę pomiędzy wydarzeniami w Europie a sytuacją w USA oraz etapami cyklu rynkowego, na których znajdują się obie gospodarki. Mamy zatem świadomość powagi europejskich problemów, które po części uzasadniają osłabienie euro i rozszerzenie się spreadów niektórych papierów dłużnych, jednak nie uważamy, by te kłopoty miały charakter globalny i mogły istotnie wpływać na wahania na rynkach światowych.

Szczerze mówiąc, istotnych rozróżnień należy dokonać także w samej Europie. Spędziłem ostatnio kilka tygodni w Europie, gdzie odwiedziłem kraje środkowoeuropejskie i region nadbałtycki. Mamy tam takie kraje, jak Polska, której wzrost PKB prognozowany jest na niemal 3%. Stosunek zadłużenia do PKB tego kraju nie przekracza 60%, a gdybyśmy obliczyli ten wskaźnik według tej samej metodologii, jaką stosują kluczowe gospodarki europejskie, wyniósłby on poniżej 40%. Polska jest zatem w całkowicie odmiennej sytuacji w porównaniu z najbardziej rozwiniętymi krajami Europy, zarówno w kategorii lewarowania, jak i na polu wzrostu gospodarczego. Dwa kraje bałtyckie – Litwa i Łotwa – które znalazły się w epicentrum kryzysu gospodarczego w 2008 r., wykonały potężną pracę w kierunku poprawy swych budżetów, ograniczyły wydatki publiczne i wprowadziły surowe reformy strukturalne, dzięki czemu obecnie są w znacznie lepszej pozycji. Zatem nawet pomiędzy poszczególnymi krajami europejskimi dostrzegalne są ważne różnice. Taka sytuacja to dla nas okazja do powiększania ekspozycji na te części Europy, które zostały niesłusznie pokrzywdzone na fali ostatnich spadków.

Innym doskonałym przykładem jest Norwegia. Jak już wspominaliśmy w przeszłości, kraj ten charakteryzuje się znakomitą wiarygodnością kredytową. Cały norweski dług publiczny jest ponad czterokrotnie mniejszy niż wartość Rządowego Funduszu Ropy Naftowej. Jeżeli ktoś zatem martwi się o kryzys zadłużenia skarbowego i ryzyko niewypłacalności, sprzedaż papierów Norwegii, czyli kraju o potężnych zasobach i niewielkim poziomie długu, po prostu nie ma najmniejszego sensu. Uważamy, że korelacja pomiędzy europejskimi gospodarkami będzie zanikać: wspólny trend jest charakterystyczny dla okresów paniki na rynkach, jednak z czasem inwestorzy będą dokonywać większego rozróżnienia.

Innym niezwykle istotnym czynnikiem jest różnica pomiędzy wydarzeniami w Europie a sytuacją w Azji. Uważam, że do zrozumienia zróżnicowania mechanizmów rozwoju tych gospodarek niezbędne jest zrozumienie kluczowych różnic pomiędzy Europą a Azją w obszarze czynników fundamentalnych. Pomimo wyprzedaży na azjatyckich rynkach walutowych na fali ostatniej paniki, znacznie lepsze fundamenty rynków azjatyckich sugerują, że można się tam wkrótce spodziewać zmiany trendów na bardziej korzystne.

Mówiąc o tych różnicach, chciałbym omówić cztery ważne czynniki, zaczynając od poziomu dźwigni finansowej. Przed kryzysem, Azja była wolna od nadmiernego obciążenia lewarowaniem. W sektorze publicznym ograniczono wskaźniki zadłużenia do PKB, a przedsiębiorstwa prywatne wykazywały niskie poziomy lewarowania i bardzo solidne bilanse. Spółki po prostu nie korzystały z finansowania zewnętrznego ponad stan. To samo dotyczy gospodarstw domowych: jak wiemy, wskaźniki oszczędności w wielu krajach azjatyckich przekraczają 30%. Azja nie była zatem obciążona lewarowaniem, a zatem nie musiała pokonywać związanych z nim problemów.

Tym samym dochodzimy do drugiej ważnej różnicy dotyczącej finansów publicznych. Z punktu widzenia deficytów budżetowych, Azja (z wyłączeniem Japonii) jest w bardzo dobrej sytuacji, a najbardziej zadłużone kraje zlokalizowane są przede wszystkim w Europie, USA i Wielkiej Brytanii. W tym obszarze także widoczne są zatem istotne różnice fundamentalne.

Ponadto, dużym wyzwaniem dla Europy jest wspomniana już koordynacja polityki pieniężnej i fiskalnej, a raczej brak koordynacji tej ostatniej, podczas gdy w Azji polityka w poszczególnych krajach jest odpowiednio skoordynowana. Ważnym zadaniem będzie zaostrzenie polityki pieniężnej w krajach azjatyckich, kiedy stanie się to konieczne, jednak na razie sytuacja rozwija się w dobrym kierunku. Pierwsze kroki związane z zaostrzeniem polityki pieniężnej podjęto już w Indiach, Chinach, Malesji i Australii, co należy odebrać jako bardzo optymistyczne sygnały.

Całkowicie odmienne są także reakcje władz. Wspominałem już o podnoszeniu stóp procentowych. Zaostrzenie polityki pieniężnej w Azji umożliwiłoby znacznie wyższy wzrost gospodarczy oraz spadek bezrobocia. Przykładowo, bezrobocie w Korei Południowej nie przekracza 4%, podczas gdy wiele krajów europejskich notuje dwucyfrowy wskaźnik bezrobocia. Blisko dwucyfrowych wskaźników są także USA. Te zróżnicowane czynniki fundamentalne powinny ostatecznie przełożyć się na różnice w wycenie rynkowej, co z pewnością wykorzystamy, by zarobić na bieżącym kryzysie.

Potencjalne zaostrzenie polityki pieniężnej przez Chiny wzbudza wiele pytań i wątpliwości. Według nas, takie działania byłyby bardzo pozytywne i świadczyłyby o perspektywicznym myśleniu władz. Rynki często odbierają podnoszenie stóp w Chinach jako czynnik negatywny. My sądzimy, że byłoby to najlepsze możliwe działanie z wyprzedzeniem. Wydaje się bardzo prawdopodobne, że wzrost gospodarczy w Chinach zarówno w tym roku, jak i w roku następnym, będzie oscylował w okolicach 10% (osiągając wysoki wynik jednocyfrowy lub niski wynik dwucyfrowy), co w istotny sposób przyczyni się do wzrostu światowego, a w szczególności do wzrostu popytu na rynkach azjatyckich.

Analizując sytuację w Azji oraz aktualny kurs takich walut, jak dolar australijski, którego kurs od początku aktualnej paniki spadł o 10%, musimy zastanowić się, czy ma to jakiegokolwiek uzasadnienie w czynnikach fundamentalnych? Australia to kraj osiągający ponad trzyprocentowy wzrost gospodarczy. Australia to kraj o wskaźniku zadłużenia do PKB niższym niż 25% i jednym z najniższych wśród wszystkich rozwiniętych gospodarek na świecie. Pomimo tego, waluta tego kraju znacząco ucierpiała, a przyczyną tego osłabienia jest, według nas, panika i wykorzystywanie dolara australijskiego jako zabezpieczenia zastępczego. Wielu inwestorów sprzedawało tę walutę jako zabezpieczenie przed innymi aktywami obciążonymi wysokim ryzykiem, ze względu na jej dużą płynność. Ten sam mechanizm obserwowaliśmy podczas kryzysu w latach 2008-2009 w Polsce. Złotówka była najbardziej płynną walutą w Europie Wschodniej. Inwestorzy sprzedawali złotego, by zabezpieczyć swe ekspozycje na kraje bałtyckie i inne rynki wschodnioeuropejskie. Podobnie wygląda obecnie sytuacja w Australii i także w tym przypadku taki trend ma charakter tymczasowy, przez co jest źródłem atrakcyjnych okazji.

Dużo mówi się także na temat wieści napływających z Korei. Należy pamiętać, że napięcia w tym regionie – choć znaczące – nie są niczym nowym. Historia napięć pomiędzy północą a południem na Półwyspie Koreańskim jest bardzo długa. Najważniejszym gwarantem, że którakolwiek ze stron nie przejdzie od słów do czynów są Chiny. Chiny mają duży wpływ na Koreę Północną, nie mają żadnego interesu w tym, by spór przerodził się w jakikolwiek konflikt o charakterze zbrojnym, a podczas poprzednich okresów wzmożonego napięcia, posuwały się nawet do odcięcia Korei Północnej od źródła ropy

naftowej, by skłonić ją do wznowienia rozmów. Chińczycy mają zatem spore możliwości, by załagodzić ten kryzys. Ponadto, dramatyczne osłabienie południowokoreańskiego wona nie znajduje uzasadnienia w czynnikach fundamentalnych: bezrobocie w Korei Południowej spada, wzrost gospodarczy jest solidny, a ponadto kraj ten ma sporą ekspozycję na rozwój gospodarczy w Chinach.

W takich okolicznościach, rozumiemy, że żadne odbicie, a na pewno nie to, którego obecnie jesteśmy świadkami, nie może przebiegać wzdłuż linii prostej. Spodziewamy się zatem okresowych korekt. Ostatnie wydarzenia, a przede wszystkim dynamikę na rynkach azjatyckich, odbieramy przede wszystkim jako efekt paniki i wpływu problemów zewnętrznych, w odróżnieniu od faktycznych czynników fundamentalnych. Należy zwrócić uwagę, że nawet w USA wzrost gospodarczy najprawdopodobniej sięgnie poziomu bliskiego 3%.

W Stanach Zjednoczonych wskaźnik bezrobocia stabilizuje się, spółki wykazują bardzo wysoką rentowność, a obawy inwestorów w większości związane są z sytuacją sprzed roku czy dwóch lat, kiedy to jeden kryzys pociągnął za sobą kryzys systemowy; trzeba jednak pamiętać, że świat wygląda dziś zupełnie inaczej niż rok czy dwa lata temu. Odbicie gospodarcze w USA trwa. Wzrost gospodarczy w Azji jest solidny. Realizowane są działania mające na celu przeciwdziałanie kryzysowi płynności, obejmując przede wszystkim drukowanie nowego pieniądza. Ma to zapewnić niezbędne finansowanie w czasie kryzysu. W ostatnim czasie, OECD podniosła swe prognozy globalnego wzrostu gospodarczego o 80 punktów bazowych. W latach 2010 i 2011, światowy wzrost ma zbliżyć się do poziomu 3% (w kolejnych latach odpowiednio 2,7% i 2,8%). Sądzę zatem, że nie należy zbyt krótkowzrocznie koncentrować się na sytuacji w Grecji, ale spoglądać także na inne części świata i wykorzystywać pojawiające się tam okazje.

Jeżeli chodzi o wpływ ostatniej wzmoczonej zmienności rynkowej na naszą strategię, to – jak wielu z was wie – zawsze przyjmujemy długi horyzont inwestycyjny i tylko inwestorów o podobnym nastawieniu zachęcamy do inwestowania z nami. Zatem w perspektywie najbliższych 12, 18 czy 24 miesięcy, uważamy, że skala zróżnicowania będzie bardzo duża, a to zróżnicowanie będzie najprawdopodobniej najważniejszym czynnikiem decydującym o rozwoju sytuacji na rynkach walutowych. Czasem wyniki względne są istotniejsze od wyników bezwzględnych. Sądzymy, że USA będą osiągać wyższy wzrost gospodarczy niż Europa, a Azja (z wyłączeniem Japonii) prześcignie obydwa te regiony, co będzie ważnym tłem dla dynamiki kursów walut.

Ponadto, nadal prognozujemy, że światowy wzrost gospodarczy zbliży się do poziomu 3%, przede wszystkim dzięki pewnej stabilizacji w USA oraz potężnemu wzrostowi w Chinach. Nie uważam zatem, by konieczna była jakakolwiek korekta naszej strategii inwestycyjnej. Jesteśmy przekonani, że pozycje, które utrzymujemy w naszym portfelu okażą się korzystne i wykorzystujemy okres tymczasowego osłabienia do ich powiększenia.

Informacja natury prawnej

Opinie wyrażone przez autora są na dzień publikacji: 26 maja 2010 r.

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.

© 2010 Franklin Templeton Investments. Wszelkie prawa zastrzeżone.

