



PERSPEKTYWY

# 0 rosnących gospodarkach i słabnącej stymulacji

December 22, 2017

Podczas gdy era rynkowego odbicia charakteryzująca się poluzowaną polityką pieniężną i zsynchronizowanym globalnym wzrostem dobiega końca, niektórzy inwestorzy mogą zastanawiać się, gdzie można znaleźć potencjalne możliwości. Przedstawiamy podsumowanie prognoz zespołów inwestycyjnych Franklin Templeton ds. globalnych strategii makroekonomicznych, instrumentów o stałym dochodzie, akcji i aktywów mieszanych na nadchodzący rok. Członkowie naszych zespołów tłumaczą, dlaczego stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych powinny rosnać, akcje światowe mogą mieć więcej przestrzeni do dalszej hossy, a inwestorzy prawdopodobnie będą musieli uważniej selekcjonować instrumenty o stałym dochodzie.

## Globalne strategie makroekonomiczne

### Dr Michael Hasenstab

Wiceprezes wykonawczy, CIO  
Templeton Global Macro

## Liczne czynniki ryzyka związane z rosnącą rentownością papierów skarbowych ze Stanów Zjednoczonych

- Wzrosty rentowności papierów skarbowych ze Stanów Zjednoczonych mogą być stymulowane przez cały szereg czynników: ograniczanie skali luzowania ilościowego wraz ze zmniejszaniem bilansu przez Rezerwę Federalną Stanów Zjednoczonych (Fed), wyjątkowo dobre warunki na rynku pracy w Stanach Zjednoczonych, wzrost płac i presji inflacyjnej, niezmiennie dobra kondycja gospodarki amerykańskiej i strukturalna zmiana w kierunku deregulacji realizowana przez administrację Trumpa i Fed, którym wkrótce może kierować Jerome Powell.
- Uważamy, że inwestorzy, którzy nie są przygotowani na przejście z ery ożywienia i poluzowanej polityki pieniężnej w erę ekspansji po luzowaniu ilościowym, mogą być narażeni na poważne ryzyko. Sądymy, że trzeba nie tylko zabezpieczać się przed bieżącym ryzykiem związanym z papierami skarbowymi ze Stanów Zjednoczonych, ale także budować portfele w sposób zapewniający potencjalne korzyści w przypadku wzrostów stóp.

## Poszczególne rynki wschodzące oferują idiosynkratyczną wartość

- Wpływ zaostrzenia polityki przez Fed na rynki wschodzące w nadchodzącym roku prawdopodobnie będzie różny w poszczególnych krajach.
- Należy identyfikować kraje, które oferują idiosynkratyczną wartość, w mniejszym stopniu skorelowaną z ogólnym ryzykiem rynkowym (beta). Kraje oparte w większym stopniu na czynnikach krajowych i mniej zależne od ogólnoświatowej wymiany handlowej często oferują takie idiosynkratyczne atuty i są bardziej odporne na globalne wstrząsy. Kilka z nich, na czele z Indonezją, zdążyło już wykazać się taką odpornością w ostatnich latach. W innych krajach, takich jak Brazylia czy Argentyna, ryzyko ekonomiczne związane jest, według nas, w większym stopniu z realizowanymi reformami niż z wydarzeniami zewnętrznymi.
- Nadal mało atrakcyjne są rynki obligacji w dużych gospodarkach rozwiniętych, z oferującymi niską lub ujemną rentowność papierami skarbowymi ze strefy euro i Japonii na czele.

## W 2018 r. spodziewamy się wzrostu inflacji i stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych

- Przewidujemy, że w 2018 r. odwrócenie wektora luzowania ilościowego, podwyżki stóp procentowych oraz wzrost presji inflacyjnej w Stanach Zjednoczonych będą miały największy wpływ na światowe rynki finansowe.

## **Instrumenty o stałym dochodzie z różnych sektorów**

### **Chris Molumphy**

Wiceprezes wykonawczy, CIO

Franklin Templeton Fixed Income Group

## **Globalny wzrost jest solidny, ale wielu uważa, że wyceny odzwierciedlają już rzeczywistą wartość**

- Generalnie ze względym optymizmem przewidujemy, że sprzyjające warunki ekonomiczne nie zmienią się także w nadchodzącym roku.
- Nie możemy jednak przy tym ignorować przekonania wielu uczestników rynku, że wyceny na rynkach instrumentów o stałym dochodzie pod koniec 2017 r. dorównują ich rzeczywistej wartości według szeregu tradycyjnych wskaźników.

## **Inflacja i polityka pieniężna wymagają obserwacji**

- Wprawdzie utrzymująca się wysoka inflacja bazowa mogłaby wywołać szybszy wzrost stóp niż się obecnie oczekuje, uważamy, że bardziej prawdopodobny jest umiarkowany wzrost inflacji, w szczególności w perspektywie najbliższego roku. Sądzymy, że inflacja jest uporczywie niska w konsekwencji kilku czynników, z globalizacją i rozwojem technologii na czele.
- Na ważną obserwację zasługują także działania Fedu w kierunku zmniejszenia bilansu (nawet pomimo podwyższania krótkoterminowych stóp procentowych). To pierwsza tego typu próba na taką skalę w historii.
- Uważamy, że Fed i inne banki centralne dość dobrze komunikują swoje zamiary uczestnikom rynków.

## **Czas na szczegółową selekcję**

- Uważamy, że korzystne możliwości skorygowane o ryzyko nadal można znaleźć we wszystkich sektorach rynku korporacyjnych papierów dłużnych, w tym wśród obligacji o ratingu inwestycyjnym i o wysokim dochodzie, jak również wśród kredytów bankowych o zmiennym oprocentowaniu i instrumentów z sektorów związanych z nieruchomościami mieszkaniowymi. Niemniej jednak nawet w okresach dobrej koniunktury gospodarczej są zarówno zwycięzcy, jak i przegrani, a wzrosty nie są jednakowo korzystne dla wszystkich segmentów kredytowych w tej klasie aktywów.
- Dlatego uważamy, że ważne będzie dokonywanie rozróżnienia pomiędzy poszczególnymi sektorami narażonymi na wpływ zaburzeń czynników fundamentalnych, takimi jak niektórzy przedstawiciele branży handlu detalicznego, a sektorami rynku, na których mogą występować przesunięcia wywoływane przez czynniki o charakterze cyklicznym, takimi jak instrumenty kredytowe powiązane z surowcami.
- Krótko mówiąc, uważamy, że wybieganie myślami poza bieżące wydarzenia i koncentracja na fundamentach poszczególnych instrumentów kredytowych to rozsądne podejście pozwalające wyszukiwać pokłady wartości w obecnych warunkach na rynku obligacji.

## **Akcje światowe**

### **Stephen Dover**

Wiceprezes wykonawczy

Szef działu ds. akcji

## **Makroekonomiczny scenariusz „złotego środka”**

- Zsynchronizowana ekspansja, jaką obserwowaliśmy w 2017 r. na całym świecie, najwyraźniej utrzyma się także w 2018 r. Początkowo wzrosty były udziałem kilku krajów, takich jak Stany Zjednoczone czy Chiny, ale później ekspansja rozszerzyła się i objęła w większym stopniu Europę, Japonię i rozmaite rynki wschodzące, co pozwala nam przypuszczać, że cykl ten będzie trwał.

## **Lepsze możliwości poza Stanami Zjednoczonymi**

- Zyski spółek i wyceny względne także w pewnym stopniu odzwierciedlały stopień zaawansowania żywienia poszczególnych dużych gospodarek w listopadzie 2017 r. Sądzymy, że sprzyjające warunki ekonomiczne i przejrzystość zysków miały swój wkład w zwroty z rynku akcji w 2017 r., a ten trend ma szansę utrzymać się także w 2018 r., o ile wzrost zysków utrzyma dotychczasową dynamikę.
- Zyski spółek ze Stanów Zjednoczonych mocno zwyżkowały i przebiły dotychczasowe maksima, jednak ponieważ coraz szybciej zaczynają rosnać także zyski przedsiębiorstw spoza Stanów Zjednoczonych, uważamy, że te rynki akcji mają szansę na lepsze wyniki na tle akcji światowych w nadchodzącym roku.

## **Wzrost innowacyjnych spółek**

- W warunkach umiarkowanych wzrostów stóp procentowych i poziomów wyceny zbliżonych do rzeczywistej wartości, uważamy, że innowacyjne spółki mające potencjał, by zmienić dotychczasowe status quo w niektórych branżach, w tym także na rynkach wschodzących, mogą radzić sobie szczególnie dobrze.
- Dostrzegamy możliwości nie tylko wśród spółek oferujących przełomowe technologie, ale także wśród przedsiębiorstw, które wykorzystują technologie do rewolucjonizowania całych branż. W odróżnieniu od okresów wzrostów kursów akcji spółek technologicznych w przeszłości, wiele spośród tych przedsiębiorstw już teraz generuje zyski i przepływy pieniężne pozwalające reinwestować pieniądze w dalszą działalność, co z kolei zmniejsza ich zależność od kapitału gromadzonego na rynku w czasie wzrostów stóp procentowych.

## **Inwestowanie w aktywa mieszane**

### **Ed Perks**

Wiceprezes wykonawczy, CIO

Franklin Templeton Multi-Asset Solutions

## **Koncentracja na czynnikach fundamentalnych w warunkach słabnącej stymulacji ze strony banków centralnych**

- Uważamy, że 2018 r. będzie przełomowy dla światowych rynków finansowych i gospodarek, zważywszy, że polityka pieniężna banków centralnych prawdopodobnie będzie w coraz mniejszym stopniu wspierać szerokie spektrum aktywów o wyższym ryzyku.
- Spodziewamy się większego prawdopodobieństwa powrotu zmienności na normalne poziomy, gdy rynki będą dostosowywać się do warunków, w których fundamenty spółek zyskują na znaczeniu, wpływ polityki pieniężnej jest coraz mniejszy, a coraz ważniejsza ponownie staje się polityka budżetowa i wzrost gospodarczy.

## **Bardziej selektywne podejście do inwestowania w aktywa mieszane z odchyleniem w kierunku akcji**

- Uważamy akcje za względnie atrakcyjne na tle klas aktywów bardziej wrażliwych na zmiany stóp procentowych, w świetle prawdopodobieństwa wzrostów stóp i związanego z nim ryzyka dla rynków instrumentów o stałym dochodzie.
- Niezmiennie dostrzegamy atrakcyjne możliwości w różnych sektorach, a najbardziej interesują nas akcje, które obecnie wydają się niedowartościowane w stosunku do długoterminowych wskaźników fundamentalnych, a także akcje o przeciwyklicznym lub kontrariańskim defensywnym profilu.

## **Ostrożne podejście do obligacji wraz z rozwojem cyklu kredytowego**

- Na rynkach instrumentów o stałym dochodzie odchodzimy obecnie od ryzyka alokacji aktywów w kierunku ekspozycji na idiosynkratyczne czynniki ryzyka, ze szczególnym uwzględnieniem skoncentrowanej ekspozycji na wybrane obligacje rządowe i korporacyjne.
- Z niezmienną ostrożnością podchodzimy do obligacji rządowych z rynków rozwiniętych i nadal preferujemy instrumenty o krótkim czasie trwania, co pomaga nam częściowo niwelować ryzyko.
- Kombinacja coraz szybszego wzrostu i sprzyjającej polityki budżetowej na wybranych rynkach wschodzących, w połączeniu z widokami na wyższą rentowność, oznacza możliwości wśród papierów dłużnych z rynków wschodzących denominowanych w walucie wymiennej i w walutach lokalnych.

*Komentarze, opinie i analizy zawarte w niniejszym tekście są przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowią indywidualnych porad inwestycyjnych ani rekomendacji dotyczących inwestowania w jakiejkolwiek papiery wartościowe czy stosowania jakiejkolwiek strategii inwestycyjnej. Biorąc pod uwagę zmienność warunków rynkowych i ekonomicznych, wszelkie komentarze, opinie i analizy są w pełni aktualne wyłącznie w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez odrębnego powiadomienia. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie stanowią kompletnej analizy wszystkich istotnych faktów dotyczących jakiegokolwiek kraju, regionu, rynku, branży, inwestycji czy strategii inwestycyjnej.*

*Dane pochodzące z zewnętrznych źródeł mogły zostać wykorzystane na potrzeby opracowania niniejszego materiału. Takie dane nie zostały odrębnie zweryfikowane, potwierdzone ani poddane kontroli przez Franklin Templeton Investments („FTI”). FTI nie ponosi żadnej odpowiedzialności za jakiejkolwiek straty wynikające z wykorzystania jakichkolwiek informacji zawartych w niniejszym materiale; inwestor może opierać swoje decyzje na przedstawionych tutaj opiniach lub wynikach analiz wyłącznie na własne ryzyko. Produkty, usługi i informacje mogą nie być dostępne pod niektórymi jurysdykcjami i są oferowane przez podmioty powiązane z FTI i/lub przez dystrybutorów, w zależności od lokalnie obowiązujących przepisów. Aby się dowiedzieć, czy dane produkty i usługi są dostępne pod określoną jurysdykcją, należy skonsultować się z profesjonalnym doradcą finansowym.*

*Szczegółowe komentarze można znaleźć w [udostępnionym do pobrania tekście](#).*

*CFA® i Chartered Financial Analyst® to zastrzeżone znaki handlowe stanowiące własność CFA Institute.*

*Komentarze ekspertów z Franklin Templeton Investments możesz otrzymywać bezpośrednio do swej skrzynki e-mail. Subskrybuj nasz blog: [„Beyond Bulls & Bears”](#).*

*Aby mieć szybki dostęp do krótkich bieżących informacji inwestycyjnych, znajdź nas na Twitterze ([@FTI\\_Global](#)) i portalu [LinkedIn](#).*

## **Jakie jest ryzyko?**

**Wszelkie inwestycje wiążą się z ryzykiem, włącznie z ryzykiem utraty zainwestowanego kapitału. Wartość inwestycji może rosnąć lub spadać i istnieje ryzyko utraty części zainwestowanych środków.** W dłuższej perspektywie akcje generują wyższe zwroty z inwestycji niż inne klasy aktywów, jednak krótkotrwałe wahania ich wyceny mogą być znacznie bardziej intensywne. Ceny akcji podlegają wahanom (często nagłym i gwałtownym) wywoływanym przez czynniki dotyczące poszczególnych spółek, branż czy sektorów lub ogólne warunki panujące na rynkach. Inwestowanie w instrumenty zagraniczne wiąże się ze szczególnym ryzykiem, np. dotyczącym wahań kursów wymiany walut, niestabilności gospodarczej czy zmian na arenie politycznej. Inwestycje na rynkach wschodzących, do których należą także nowe rynki wschodzące, obarczone są większym ryzykiem wynikającym z powyższych czynników, oprócz typowych dla nich ryzyk związanych z względnie niewielkimi rozmiarami, mniejszą płynnością i brakiem odpowiednich ram prawnych, politycznych, biznesowych i społecznych dla rynków papierów wartościowych. Ponieważ wspomniane ramy prawne, polityczne, biznesowe i społeczne są zwykle jeszcze słabiej rozwinięte na nowych rynkach wschodzących, a występują także rozmaite inne czynniki, takie jak podwyższony potencjał skrajnych wahań kursów, braku płynności, barier ograniczających transakcje oraz mechanizmów kontroli giełd, ryzyka związane z rynkami wschodzącymi są nasilone w przypadku nowych rynków wschodzących. Ceny obligacji generalnie poruszają się w kierunku przeciwnym do kierunku zmian stóp procentowych. Gdy zatem rynkowe ceny obligacji utrzymywanych w portfelu będą korygowane pod wpływem podwyżek stóp procentowych, wartość portfela może pójść w dół. Wpływ na wartość papierów mogą mieć zmiany kondycji finansowej ich emitentów oraz zmiany ratingów kredytowych. Kredyty o zmiennym oprocentowaniu i obligacje przedsiębiorstw o wysokim dochodzie mają rating niższy niż inwestycyjny, w związku z czym inwestowanie w te instrumenty wiąże się z większym ryzykiem niewypłacalności, która może skutkować utratą zainwestowanego kapitału; ryzyko to może być większe w okresach spowolnienia gospodarczego.