

O STAŁYM DOCHODZIE

Globalna perspektywa makroekonomiczna: Populizm, handel i zmienność na rynkach wschodzących

October 23, 2018

Dr Michael Hasenstab, CIO w zespole Templeton Global Macro oraz dr Calvin Ho, wiceprezes i zastępca dyrektora ds. badań, omawiają turbulencje na rynkach wschodzących, utrzymujące się obawy wokół polityki handlowej oraz rozbieżne trendy wzrostu w świecie rozwiniętym.

Wysłuchaj najnowszego podcastu pt. „[Rozmowa o rynkach](#)” i dowiedz się więcej na ten temat.

Oto kilka najważniejszych spostrzeżeń Hasenstaba i Ho, których możesz posłuchać na nagraniu:

- Michael Hasenstab: Mamy podstawy, by twierdzić, że kondycja gospodarki Stanów Zjednoczonych jest całkiem solidna. W rezultacie papiery skarbowe ze Stanów Zjednoczonych zaczęły iść w górę i sądzimy, że czekają je dalsze wzrosty.
- Michael Hasenstab: O ile populizm nie znajdzie się w odwrocie, euro jako waluta będzie miało przed sobą poważne wyzwania w perspektywie najbliższych 5-10 lat.
- Calvin Ho: Włochy nie są jedynym krajem zmagającym się z problemami, ale odzwierciedlają problemy całej strefy euro. Widzimy, że wielu ludzi w Europie woli uniknąć bólu w krótkiej perspektywie, o ile długofalowe korzyści nie są pewne.
- Michael Hasenstab: Rynki wschodzące wciąż nie odrobiły strat po sierpniowych wyprzedających, jednak nie widzimy powodu, by nie miało to nastąpić, zważywszy na ich solidne fundamenty.

Poniżej publikujemy pełną transkrypcję podcastu:

Prowadzący/Richard Banks: Witajcie w kolejnej „Rozmowie o rynkach” z Franklin Templeton Investments, w której dzielimy się ekskluzywną i wyjątkową wiedzą Franklin Templeton. Nazywam się Richard Banks i będę prowadził naszą rozmowę. W tym odcinku omówimy długofalowe niepokoje w strefie euro wywołane przez populizm, sytuację polityczną i panujące nastroje. Dr Michael Hasenstab, CIO w zespole Templeton Global Macro, tłumaczy, dlaczego UE będzie musiała, według niego, zmierzyć się z poważnymi wyzwaniami w nadchodzących latach oraz wspomina o wykorzystaniu możliwości wynikających z ostatniej zmienności na rynkach wschodzących. Dr Calvin Ho, wiceprezes i zastępca dyrektora ds. badań w zespole Templeton Global Macro, ostrzega przed możliwymi średnioterminowymi i długoterminowymi konsekwencjami sporów handlowych.

Prowadzący/Richard Banks: Z dr. Ho i dr. Hasenstabem rozmawiać będzie Katie Klingensmith z Franklin Templeton. Katie, oddaję ci głos.

Katie Klingensmith: Dziękuję, Richard... Michael, na początek chciałabym zapytać o Twój punkt widzenia na obecne warunki na świecie; zgaduję, że należy zacząć od utrzymującego się wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych?

Michael Hasenstab: Mamy podstawy, by twierdzić, że kondycja gospodarki Stanów Zjednoczonych jest całkiem solidna; potwierdzają to dane ISM [Instytutu Zarządzania Podażą], dane z rynku pracy, a nawet retoryka Fedu [Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych], która zmienia się w sposób potwierdzający pełne zatrudnienie i całkiem mocny wzrost gospodarczy. Dane o PKB potwierdzają, że warunki są solidne, a w rezultacie papiery skarbowe zaczęły iść w górę i spodziewamy się dalszych wzrostów także w przyszłości. Zauważyliśmy także korelację pomiędzy kursem jena a rozbieżnościami stóp procentowych i reelekcją [japońskiego] premiera [Shinzō] Abego, która zapowiada utrzymanie Abenomiki i poluzowanej polityki pieniężnej, podczas gdy Fed zaostrza politykę pieniężną, a wynikająca z tego rozbieżność stóp przekłada się na spadek kursu jena.

Euro także traci na wartości pod wpływem obaw wokół narastającego populizmu i problemów budżetowych. Względnie dobre warunki dla wzrostu oraz fakt, że Turcja pozostaje odizolowana, a jej problemy nie rozprzestrzeniają się na inne rynki w pewnym stopniu ustabilizowały sytuację na rynkach wschodzących.

Katie Klingensmith: Wspomniałeś o osłabieniu euro, a wiem, że jest to obszar, który bardzo uważnie monitorujesz wraz ze swoim zespołem. Calvin, a jaki jest Twój punkt widzenia na bieżące wydarzenia w strefie euro?

Calvin Ho: Przede wszystkim musimy pamiętać, że rok 2017 był bardzo dobrym rokiem dla strefy euro. Wzrost wyniósł 2,4%, sięgając tym samym poziomu, jaki nie był notowany od 2007 r. Ubiegły rok był zatem najlepszy dla euro. Przypuszczamy zatem, że teraz wzrost może się nieco uspokajać. Powszechnie oczekiwania rynkowe zakładają poziom ok. 2%, a w przyszłym roku nieznacznie niższy niż 2%, ale dostrzegamy także ryzyko spadku. Szacujemy, że potencjalny wzrost w strefie euro może wynieść ok. 1,5%. Spadek stopy wzrostu poniżej szacowanego przez rynek poziomu 1,8% w przyszłym roku nie będzie dla nas zatem zaskoczeniem.

Katie Klingensmith: Michael, czy nasilenie się nastrojów populistycznych wzbudza Twój niepokój?

Michael Hasenstab: Sądzę, że jest to najpoważniejszy problem; wiele o tym rozmawiamy z Calvinem i według niego unia walutowa nie może funkcjonować bez unii politycznej, na przykład takiej, jaką Stany Zjednoczone budują od kilkuset lat. Najpierw należałoby stworzyć unię polityczną, a dopiero później unię walutową. Europa utworzyła unię walutową przed zbudowaniem unii politycznej i próbowała wymusić jej funkcjonowanie — takie rozwiązanie działało mniej więcej do ubiegłego roku, tj. do kryzysu imigracyjnego. Europa potrafiła się zjednoczyć w 2011 r. pomimo braku unii fiskalnej czy bankowej — szybko zmontowano prowizoryczną unię bankową i skoordynowano działania w obszarze polityki budżetowej.

Problem polega na tym, że polityka oparta na czynnikach najważniejszych z punktu widzenia obywateli uległa radykalnej zmianie. Obecnie największe obawy budzą kwestie związane z uchodźcami, terroryzmem czy imigracją, co ma wpływ na preferencje wyborców i doprowadziło do wyborczego zwycięstwa Ruchu Pięciu Gwiazd we Włoszech, uformowania prawicowego rządu w Austrii, rządów odchylonych daleko na prawo ugrupowań na Węgrzech i w Polsce czy też wzrostu poparcia dla nacjonalistycznych i eurosceptycznych partii w Niemczech. Koncepcja unii politycznej jest zatem trudna do zrealizowania przy populistycznych lub skrajnie nacjonalistycznych nastrojach wyborców; w takich warunkach politycy będący u władzy koncentrują się w większym stopniu na problemach krajowych, co jest przeciwieństwem unii politycznej — to pierwszy problem.

Drugi problem polega na tym, że dla większości spośród tych partii populizm związany jest z wydawaniem mnóstwa pieniędzy, a strefa euro nie będzie działać bez odpowiedzialnej polityki budżetowej, ponieważ jeżeli Włosi nie będą odpowiedzialnie zarządzać budżetem, Niemcy nie będą skłonni pomagać w neutralizacji włoskiego długu. Bez tego porozumienia w sprawie utworzenia pewnego rodzaju unii fiskalnej strefa euro nie będzie funkcjonować. Sądzę zatem, że o ile populizm nie znajdzie się w odwrocie, czego, mówiąc szczerze, nie widzimy w żadnej części świata, euro jako waluta będzie miało przed sobą poważne wyzwania w perspektywie najbliższych 5-10 lat. Bardzo poważne wyzwania.

Calvin Ho: Co ciekawe, Włochy nie są jedynym krajem zmagającym się z problemami, ale odzwierciedlają problemy całej strefy euro. Poszczególne kraje nie prowadzą niezależnej polityki pieniężnej, a polityka budżetowa jest ograniczona regułą stabilności. Dziś mamy problemy społeczne, problemy z imigracją i uchodźcami, a jeżeli dodamy do tego wspomniane przez mnie wcześniej umiarkowanie wzrostu gospodarczego w całej Europie, będziemy mieli pełny obraz ryzyka spadków.

Katie Klingensmith: Co zatem musi się, według Was, wydarzyć? Jak można poradzić sobie z wyzwaniem?

Calvin Ho: Przychodzi mi do głowy cały szereg rozwiązań, o jakich ekonomiści mówią od wielu lat. Pierwsze z nich to reformy strukturalne. Jeżeli kraj nie może zmienić normalnego kursu wymiany, możliwe, że musi zmienić konkurencyjność kursu realnego. Widzimy, że w rzeczywistości wielu ludzi w Europie woli uniknąć bólu w krótkiej perspektywie, o ile długofalowe korzyści nie są pewne.

Drugim rozwiązaniem jest umożliwienie ludziom przemieszczania się z jednego miejsca do drugiego. Mieszkańcy krajów o słabszej kondycji mogą migrować do krajów, które radzą sobie lepiej. To jednak także bardzo trudne w obliczu barier kulturowych i braku unii politycznej.

Wreszcie mamy rozwiązanie, do którego się obecnie dąży, ale jak dotąd bez powodzenia, czyli unię budżetową. Niektóre kraje o solidnej kondycji finansowej mogłyby dzielić się swoimi zasobami ze słabszymi krajami. To jednak także jest element unii politycznej, którego obecnie najwyraźniej nikt nie akceptuje.

Michael Hasenstab: Takie wsparcie okazało się niemal niemożliwe w przypadku Grecji, a zadłużenie Włoch jest wielokrotnie większe. Zważywszy zatem na zmiany polityczne i znacznie większą skalę problemu, trudno jest wyobrazić sobie unię budżetową.

Calvin Ho: Ja uważam, że to możliwe. Jeżeli spojrzymy wstecz na wspomniane przez Ciebie zmiany w Stanach Zjednoczonych oraz powstawanie unii gospodarczych i politycznych, zauważymy jedną ważną rzecz: wszystkie ważne zmiany w USA były w dużej mierze wynikiem sytuacji kryzysowych.

Oto kilka przykładów:

W czasie I wojny światowej Stany Zjednoczone potrzebowały pieniędzy, więc wprowadzono federalny podatek dochodowy — w czasie kryzysu. W 1907 r. wybuchł potężny kryzys w amerykańskim sektorze bankowym — wtedy właśnie powstała Rezerwa Federalna. W latach 30. ubiegłego wieku, w czasie wielkiego kryzysu, powstał regulowany system bankowy. Stworzono wówczas gwarancje lokat i programy ubezpieczeniowe dla systemu bankowego.

Widzimy zatem, że każdy kryzys pociągał za sobą krok do przodu. W ciągu ostatnich 10 lat w strefie euro mieliśmy jeden kryzys w latach 2010-2012; pytanie zatem brzmi: czy strefa euro jest w stanie kontynuować tę trudną podróż?

Katie Klingensmith: A co z rolą EBC [Europejskiego Banku Centralnego] i możliwym wygaszeniem stymulacji?

Calvin Ho: Sądzę, że EBC jednoznacznie komunikuje swój zamiar zakończenia luzowania ilościowego przed końcem bieżącego roku. Obecnie wartość programu sięga 15 mld USD miesięcznie. Przedstawiciele banku wspominali jednak, że nie zamierzają zmieniać stóp procentowych, przynajmniej przed końcem lata [2019 r.]. Myślę zatem, że należy zapamiętać dwie rzeczy. Po pierwsze, w ramach swoich programów luzowania ilościowego EBC zgromadził aktywa o wartości przekraczającej 2 bln euro. Aktywa te będą nadal rolowane, zatem płynność zostanie na rynku.

Drugą i jeszcze ważniejszą kwestią jest wspomniana przez Ciebie sytuacja we Włoszech. Gdy EBC zmienia stopy procentowe, warunki na rynku obligacji wysokodochodowych zaostrzają się. Rentowność obligacji ma konsekwencje dla rządów wybieranych w wyborach; szacujemy, że zadłużenie Włoch może przestać być zrównoważone, gdy stopy procentowe będą wyższe niż 3,5% czy 3,6%. Sądzę zatem, że EBC jest źródłem realnych politycznych i ekonomicznych ograniczeń powstrzymujących takie kraje przed zbyt dużym zaostrzeniem polityki. W rezultacie rozbieżności pomiędzy stopami procentowymi się rozszerzają, co będzie korzystne dla dolara.

Katie Klingensmith: Wracając do Stanów Zjednoczonych: Michael, przewidziałeś niedawny wzrost rentowności 10-letnich amerykańskich papierów skarbowych. Czego teraz się spodziewasz w najbliższej przyszłości?

Michael Hasenstab: Rok temu, gdy rentowność wynosiła 2%, a my mówiliśmy, że z łatwością dojdzie do 3%, niewiele osób nam wierzyło. Dziś rentowność nieznacznie przekracza 3% i wkrótce spokojnie może przekroczyć 4%. Tym razem także otrzymujemy wiele pytań na ten temat, ale patrząc na „sztorm doskonały”, który winduje rentowność amerykańskich obligacji w górę, mamy bardzo przekonujące argumenty. Dynamika gospodarcza w Stanach Zjednoczonych jest całkiem solidna, a wzrost niewątpliwie przewyższa obecny potencjał dzięki różnym czynnikom — od deregulacji po cięcia podatkowe i powrót inwestycji.

Jeżeli chodzi o inflację, wszystkie wskaźniki sygnalizują, że rynek pracy działa na pełnych obrotach. Ludzie, którzy byli zmuszeni do podejmowania pracy tymczasowej, dziś zdobywają stałe zatrudnienie. Dane dotyczące płac wreszcie wykazują coraz szybszy wzrost.

Na rynku pracy panuje pełne zatrudnienie, co sprzyja wzrostowi inflacji. Konflikty handlowe. Nie sądzę, by doszło do ich eskalacji w kierunku wojny handlowej, ale konflikty handlowe wywołują wzrost cen, jakie za towary muszą płacić konsumenci w Stanach Zjednoczonych. Dotychczas korzystaliśmy z taniego importu chińskich towarów, ale wkrótce będziemy płacić za nie więcej. Wszystkie te czynniki mają, według mnie, swój wkład we wzrost inflacji. Niewątpliwie nie dostrzegamy narastającej presji deflacyjnej.

Jeżeli chodzi o rząd w Stanach Zjednoczonych, w przeszłości administracje kierowane przez Republikanów zwykle wykazywały się pewnego rodzaju powściągliwością w polityce budżetowej; dziś nie ma żadnych ograniczeń: obecnie politycy najwyraźniej chcą wydawać pieniądze, których nie mamy niezależnie od partii, z jakiej pochodzą. Deficyty budżetowe zatem rosną. Do tego wszystkiego dochodzi mniejsza liczba nabywców obligacji. W odróżnieniu od EBC, który wstrzymuje luzowanie ilościowe, ale nie zamierza zmniejszać bilansu, Fed realizuje program zakładający pozbywanie się aktywów z bilansu banku centralnego, zatem nie będzie już finansować deficytu na taką skalę, jak miało to miejsce w przeszłości. Jeżeli chodzi natomiast o nabywców zagranicznych, to w warunkach stabilizacji wzrostu rezerw możemy spodziewać się niewielkiego wzrostu wynikającego z wyższych cen ropy, ale większość z tych krajów, takich jak Arabia Saudyjska, ma tak duże deficyty budżetowe, że nawet przy cenie ropy na poziomie 100 nie będą gromadziły rezerw w takim tempie, jak dawniej. Chiny nie akumulują rezerw. Kraje eksportujące ropę także nie gromadzą rezerw w związku z problemami krajowymi i defycytami budżetowymi, co oznacza eliminację dwóch największych dotychczas nabywców: rządów zagranicznych i rządu Stanów Zjednoczonych. Wszystkie wymienione czynniki tłumaczą zatem ten trend, który wprawdzie mógł niektórych zaskoczyć, jednak przy tak potężnej luce w rentowności papierów skarbowych nie powinien być niespodzianką i prawdopodobnie utrzyma się także w przyszłości.

Katie Klingensmith: Calvin, wspomniałeś o napięciach handlowych, jednak na myśl o tym, co się dzieje nadal nie odczuwasz większego niepokoju?

Calvin Ho: Przede wszystkim należy, według mnie, pamiętać, że na obecnym etapie naprawdę nie wiemy, gdzie ta sytuacja nas doprowadzi. Dane WTO [Światowej Organizacji Handlu] dotyczące ceł pokazują, że cła nakładane przez Stany Zjednoczone wynoszą średnio 3,5%, a w Korei [Południowej] statystyki pokazują średni poziom ok. 10%. Jeżeli zatem w rezultacie cła w Korei pójdą w dół, a jednocześnie w Stanach Zjednoczonych nie pójdą w górę, będzie to oznaczało poprawę.

Po drugie, musimy także pamiętać, że można zauważyć pewne oznaki kompromisu. Kanada, Meksyk i Stany Zjednoczone zdołały osiągnąć porozumienie. Korea [Południowa] i Stany Zjednoczone także zawarły umowę. Dostrzegamy zatem pewne pozytywne sygnały. Jeżeli jednak chodzi o konkretne skutki napięć handlowych, należy pamiętać, że, po pierwsze, Stany Zjednoczone to względnie zamknięta gospodarka, w której udział eksportu czy importu w PKB nie przekracza 20%. Określona stopa cła ma wpływ na określony podzbiór eksportu lub importu, zatem indywidualny wpływ na PKB jest bardzo niewielki. Uważam zatem, że konsekwencje ceł dla wzrostu będą dość małe, nie wspominając już o tym, że w Stanach Zjednoczonych mamy regulacje, mamy reformę podatkową, a ta stymulacja bez problemu zniweluje znikomy wpływ napięć handlowych.

Sądzę jednak, że pewne średnioterminowe lub długoterminowe kwestie mogą budzić zaniepokojenie. Prosty przykład możemy znaleźć w latach 2008-2009, gdy globalna gospodarka była bliska załamania, a wszystkie banki centralne umiały prowadzić skoordynowane działania, zmniejszając stopy procentowe; rządy kilku krajów uruchomiły stymulację budżetową w tym samym czasie, ponieważ ufały sobie nawzajem. Obecnie, jeżeli napięcia handlowe doprowadzą do braku zaufania pomiędzy rządami, czy możemy mieć pewność, że gdy dotrzemy do końca cyklu, rządy tych wszystkich krajów będą potrafiły współpracować tak efektywnie, jak w latach 2008-2009? To jest jednak kwestia istotna w średniej lub dłuższej perspektywie. Uważam, że ludzie przywiązują zbyt wielką wagę do wpływu ceł na gospodarkę Stanów Zjednoczonych, który w rzeczywistości jest marginalny.

Katie Klingensmith: Poświęćmy teraz kilka minut naszej rozmowy rynkom wschodzącym. Lato przyniosło wzmożoną zmienność na tych rynkach, a wręcz obawiano się „efektu domina”. Ostatnio jednak obserwujemy pewną stabilizację, prawda, Calvin?

Calvin Ho: Sądzę, że najlepszym podejściem do tej kwestii jest spojrzenie wstecz, na wydarzenia z lat 80. ubiegłego wieku, które były praktycznie straconą dekadą dla Ameryki Południowej. Z kolei w latach 90. mieliśmy kryzys za kryzysem praktycznie na wszystkich rynkach wschodzących. W przeszłości kryzysy przebiegały mniej więcej w trzech etapach. Pierwszy etap możemy zaobserwować na przykładzie krajów z regionu Pacyfiku, których waluty są przecenione i które mają deficyty na rachunkach obrotów bieżących, a tym samym odczuwają silną presję, co prowadzi do pierwszej fazy kryzysu i ryzyka rozprzestrzenienia się na pozostałe kraje w regionie.

Drugi etap rozpoczyna się, gdy ludzie, inwestorzy, ekonomiści zaczynają kwestionować, na przykład, zdolność Tajlandii (kraju, od którego rozpoczął się kryzys azjatycki w 1997 r.) do utrzymania długu na zrównoważonym poziomie lub rozwiązanie przez Koreę [Południową] problemów w sektorze prywatnym przekładających się na transfery do finansów publicznych, a tym samym wywołujących problemy z płynnością. Ostatni etap to interwencja MFW i uruchomienie pakietów pomocowych w różnych krajach w celu rozwiązania ich problemów.

Obecnie, w sierpniu, znajdujemy się mniej więcej na pierwszym etapie — waluty niektórych krajów zaliczanych do rynków wschodzących są pod presją, co ma wpływ także na inne rynki. Zastanawiamy się, czy nie jest to już przypadkiem drugi etap. Czy mówi się, na przykład, o Tajlandii, pierwszym kraju, który wszedł w kryzys w 1997 r.? Czy mówi się o zrównoważonym lub niezrównoważonym poziomie długu? Wygląda na to, że obecnie, gdy jesteśmy w okolicach końca pierwszego etapu lub początku drugiego etapu, ludzie wprawdzie odczuwają presję, ale nie dostrzegają problemów z płynnością w tych krajach. Sądzę, że jest duża różnica pomiędzy tym, co było kiedyś, a tym, z czym mamy do czynienia dziś.

Michael Hasenstab: Dodałbym do tego dobrą wiadomość, że notowaliśmy w przeszłości wiele okresów wzmożonej presji na kursy walut. To nie pierwszy raz, gdy real brazylijski stracił 4% na wartości — zdarzało się to już wcześniej. Pierwszy etap był już zatem testowany, a jednak nigdy nie przeszedł w etap drugi. Spadki kursów walut nie doprowadziły do poważniejszych problemów z wypłacalnością spółek czy skarbów państwa, co sugeruje, że konsekwencje osłabienia walut w postaci większego zadłużenia nie muszą się pojawić w krajach, które wyciągnęły wnioski z przeszłości, co mieliśmy okazję zaobserwować w całej Ameryce Łacińskiej i Azji. Osobną kwestią jest, według mnie, sytuacja w Turcji, której polityka krajowa jest w oczywisty sposób niezrównoważona i która odizolowała się od reszty regionu. Mieliśmy jednak przypadki potężnych spadków wartości waluty, które nie miały poważniejszych konsekwencji dla realnej gospodarki czy jej stabilności. Takie sytuacje postrzegamy zatem jako źródło możliwości, ponieważ rynek natychmiast spanikował, waluta idzie w dół, a kraj wydaje się zmierzać w kierunku bankructwa, jednak ostatecznie do tego nie dochodzi.

Katie Klingensmith: A co z sytuacją krajów o większym ryzyku odpływu kapitału?

Michael Hasenstab: Duża ilość kapitału odpłynęła już z rynków. Argentyna, przykładowo, była odcięta od rynków kapitałowych przez 10-15 ostatnich lat i nie ma tam zagranicznego kapitału, który mógłby odpłynąć. Dostrzegamy pewne wahania, nieco bardziej lub nieco mniej nasilone w różnych krajach, przy potężnych rozbieżnościach w obszarze stóp procentowych; Meksyk ma stopy procentowe na poziomie 7,5%, w porównaniu z rentownością papierów skarbowych Stanów Zjednoczonych sięgającą 3,25%. Z kolei w Argentynie stopy procentowe sięgają aż 60%. Ryzyko rozbieżności stóp procentowych zatem spada w przypadku tych krajów o wyższej rentowności, ponieważ stopy są tam już podwyższone. Sądzę zatem, że ryzyko jest minimalne. W niektórych krajach rentowność jest niska, co oznacza większe ryzyko zmiany tych rozbieżności w stosunku do stóp procentowych innych gospodarek.

Rynki wschodzące nie są jednakowe, zatem koncentrujemy się na krajach mających większą przewagę w obszarze rentowności, potrafiących lepiej zarządzać stosunkiem zobowiązań dolarowych do zobowiązań denominowanych w lokalnej walucie, wolnych od nadmiernego obciążenia zadłużeniem oraz prowadzących rozważną politykę, wolną od populizmu, z jakim mamy do czynienia we Włoszech, Stanach Zjednoczonych czy Wielkiej Brytanii. Do rynków wschodzących należy zatem podchodzić w sposób bardzo selektywny, ale można wśród nich znaleźć pewne możliwości, a sam fakt, że Fed podniesie stopy o 25 czy 50 punktów bazowych, nie oznacza, że Meksyk stanie się niewypłacalny. Czułe punkty Meksyku w okresie „kryzysu tequila” w latach 1994-1995 były zupełnie inne niż obecnie.

Katie Klingensmith: Wspomnieliście o Argentynie, która znajduje się ostatnio w centrum uwagi w związku z wyzwaniem finansowymi i ekonomicznymi. Michael, co sądzisz o sytuacji w tym kraju w kontekście naprawdę agresywnej polityki pieniężnej prezydenta Macriego i rządu?

Michael Hasenstab: Uważam, że argentyńskie władze podejmują właściwe, ortodoksyjne decyzje polityczne i to nie tylko z perspektywy osoby reprezentującej sektor prywatny. Pakiet pomocowy MFW ma wartość bliską 57 mld USD i stanowi ważne potwierdzenie słuszności tej polityki. MFW nie angażuje ponad 50 mld USD, nie mając całkowitej pewności, że polityka władz zmierza w kierunku zrównoważonego poziomu zadłużenia, zatem jest to dość czytelny sygnał. MFW odgrywa rolę globalnego księgowego odpowiadającego za zrównoważone zadłużenie, który w tym przypadku dał kredyt zaufania. Na 12 miesięcy przed wyborami poparcie [Mauricia] Macriego nieco spadło pod wpływem tej zmienności, jednak 12 miesięcy to wciąż dużo czasu.

Sytuacja się stabilizuje, a gdy się ostatecznie ustabilizuje, poparcie także powinno ponownie wzrosnąć. Przyglądamy się także innym podmiotom politycznym w tym kraju i widzimy, że część dawnego ugrupowania Peronistów podzieliła się na frakcję entuzjastów [Cristiny] Kirchner i zwolenników bardziej umiarkowanej polityki. Partia Macriego współpracowała z tymi umiarkowanymi Peronistami przy przegłosowywaniu wielu bardzo trudnych i ważnych ustaw, zatem w tej grupie z pewnością jest wielu racjonalnych polityków. Jest kilku polityków, których popularność rośnie, na przykład gubernator Buenos Aires, który prowadzi bardzo rozważną, ortodoksyjną politykę. Nie uważamy zatem, by kraj był uzależniony wyłącznie od jednej osoby, choć jednocześnie sądzimy, że ta osoba radzi sobie znakomicie. Widzimy liczne możliwe scenariusze polityczne, które mogą być pozytywne dla Argentyny.

Katie Klingensmith: Jeżeli już jesteśmy przy polityce i wyborach, w Brazylii trwa właśnie okres wyborczy; jeden kandydat, Fernando Haddad, postrzegany jest jako przedstawiciel skrajnej lewicy, a drugi kandydat, Jair Bolsonaro — skrajnej prawicy. Czy ma to znaczenie dla możliwości dostępnych w tym kraju?

Michael Hasenstab: W przypadku Brazylii istotny jest fakt, że niezależnie od wyniku wyborów byliśmy już świadkami końca starej Partii Pracujących [PT], silnego populizmu, dużej korupcji i nadmiernych wydatków budżetowych. Wybór Haddada czy Bolsonaro pokazuje, że ludzie mają dość dotychczasowej polityki, nie chcą nieodpowiedzialnej polityki budżetowej i domagają się walki z korupcją, niezależnie od tego, czy zajmie się tym polityk lewicowy czy prawicowy; obydwaj kandydaci odczytali ten przekaz i mogą zostać wybrani dzięki obietnicom rozwiązania tych problemów, a bardziej odpowiedzialna polityka budżetowa czy zmniejszenie korupcji zawsze są, moim zdaniem, korzystne dla inwestorów. My skoncentrujemy się na ocenie platform ekonomicznych obydwu kandydatów. Niemniej jednak, na podstawie przeprowadzonych do tej pory analiz i odbytych podróży uważamy, że każdy scenariusz będzie oznaczał pozytywną zmianę.

Katie Klingensmith: Wracając do Azji, notujemy ostatnio sporą presję na rupię indyjską i rupię indonezyjską. Czy w tych dwóch krajach dostrzegacie jakieś powody do obaw?

Michael Hasenstab: Sądzę, że rynek reaguje zbyt emocjonalnie. Wrażliwość tych krajów na ceny ropy oraz nieco wyższą rentowność papierów skarbowych w Stanach Zjednoczonych jest, moim zdaniem, wyolbrzymiona, w kontekście zmian kursów walut. Rachunki obrotów bieżących mają odpowiednie pokrycie. Polityka budżetowa jest dość rozważna — w przypadku Indonezji od niemal dekady. Kraje te nie mają wysokiego zadłużenia i poradziły sobie ze spadkami kursów walut bez problemów ze stabilnością długu, nadmiernej liczby przypadków niewypłacalności przedsiębiorstw, itd. Uważamy zatem, że reakcja rynku była posunięta zbyt daleko.

Sądzę, że inwestowanie na rynkach wschodzących przy trzymiesięcznym horyzoncie czasowym jest bardzo trudne. Przyjmując kilkuletnią perspektywę, można wykorzystać okresy panicznej wyprzedaży, które nie mają uzasadnienia w fundamentach; od czasu wstrzymywania stymulacji [w Stanach Zjednoczonych w 2013 r.] mieliśmy co najmniej pół tuzina takich przypadków i za każdym razem później sytuacja wracała do normy. Rynki wciąż nie odrobiły strat po sierpniowych wyprzedażach, jednak nie widzimy powodu, by nie miało to nastąpić, zważywszy na ich solidne fundamenty. Straty ponoszą zatem inwestorzy, którzy starają się inwestować na zbyt krótką metę oraz ci, którzy kupują, gdy sytuacja jest stabilna, by potem sprzedawać w czasie panicznej wyprzedaży. Gdybyśmy każdą pozycję sprzedawali w dołku, musielibyśmy prawdopodobnie pożegnać się z całą klasą aktywów. Uważam więc, że ważny jest długi horyzont inwestycyjny oraz dokonywanie rozróżnienia pomiędzy poszczególnymi krajami.

Katie Klingensmith: A co z ochroną środowiska, odpowiedzialnością społeczną i ładem korporacyjnym na rynkach wschodzących? Jak istotne są dla Was obecnie te kwestie i jak będzie to wyglądało w przyszłości?

Michael Hasenstab: Ochrona środowiska, odpowiedzialność społeczna i ład korporacyjny to stałe elementy naszych analiz rynków wschodzących. Nie da się zrozumieć kraju bez analizy konstrukcji rządu, dynamiki społecznej, implikacji środowiskowych w kontekście wzrostu danego kraju czy też kosztów ochrony zdrowia i kwestii społecznych. To czynniki, którym nasz zespół zawsze się uważnie przyglądał, ale których nigdy nie ujmowaliśmy w postaci liczbowej. Ostatnio podjęliśmy taką próbę uwzględnienia wskaźników ESG we wszystkich badaniach prowadzonych przez analityków; efektem był indeks, poziom bazowy, na którym znajdują się obecnie poszczególne kraje. Następnie zaczęliśmy prognozować, gdzie dany kraj będzie się znajdował w ciągu trzech lat, by później odpowiednio skorygować inwestycje pod kątem dodatniego wskaźnika delta i spodziewanej pozytywnej zmiany.

Katie Klingensmith: Dr. Hasenstab, dr. Ho — dziękuję Wam za podzielenie się z nami Waszym czasem i wiedzą.

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.

Dowiedz się więcej z wiadomości przesyłanych przez Franklin Templeton bezpośrednio na Twój adres e-mail i subskrybuj blog [Beyond Bulls & Bears](#).

Aby mieć szybki dostęp do 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.

Ceny obligacji generalnie poruszają się w kierunku przeciwnym do kierunku zmian stóp procentowych. W związku z tym gdy ceny obligacji reagują na wzrost stóp procentowych, wycena tytułów uczestnictwa może spadać. Inwestowanie w instrumenty zagraniczne wiąże się ze szczególnym ryzykiem, m.in. dotyczącym wahań kursów wymiany, 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.