

ALTERNATYWY

Europejskie instrumenty o stałym dochodzie oferują wartość nawet przy ujemnej rentowności

August 16, 2019

Podczas gdy wiele mówi się o odwróconej krzywej dochodowości w Stanach Zjednoczonych, względnie niewiele uwagi poświęca się sytuacji w Europie. John Beck, dyrektor ds. instrumentów o stałym dochodzie w londyńskim oddziale Franklin Templeton, tłumaczy, dlaczego przyczyny dalszego spłaszczenia się krzywej dochodowości w Europie diametralnie różnią się od czynników mających wpływ na instrumenty po drugiej stronie Atlantyku. Podczas gdy większość komentatorów przygotowuje się na cięcia stóp procentowych, Beck uważa, że na europejskim rynku instrumentów o stałym dochodzie wciąż można znaleźć wartość, nawet przy ujemnej rentowności papierów.

John Beck**Dyrektor ds. instrumentów o stałym dochodzie, Londyn
Franklin Templeton Fixed Income Group**

Według wyników naszych analiz dalsze spłaszczenie się krzywej dochodowości w strefie euro ma solidne uzasadnienie, jednak będzie miało odmienny przebieg od spłaszczenia krzywej dochodowości w Stanach Zjednoczonych.

Różnica wynika z fundamentalnie odmiennych prognoz ekonomicznych dla Europy w porównaniu z prognozami dla Stanów Zjednoczonych. Europa startuje z poziomu słabszego wzrostu, niższej inflacji i braku pełnej elastyczności strukturalnej, jaką mają inne rynki.

Co najważniejsze, strefa euro ma także pewne ograniczenia, które nie pozwalają na zbyt dużą elastyczność polityki budżetowej. Przykładowo, w Niemczech obowiązuje konstytucyjny wymóg utrzymania deficytu strukturalnego na poziomie nie wyższym niż 0,35% produktu krajowego brutto (PKB) na przestrzeni jednego cyklu.

Choć w ciągu ostatnich 7-8 lat w strefie euro obserwowaliśmy zaostrzenie polityki budżetowej, Stany Zjednoczone skłaniały się ku budżetowej ekspansji, która ostatnio przybrała formę cięć podatków w roku ubiegłym.

Rosnąca zależność Europy od rynków zewnętrznych

Jednym z najważniejszych motorów wzrostu gospodarki europejskiej tradycyjnie był eksport netto, w szczególności eksport niemiecki.

Na początku drugiej dekady obecnego stulecia duża część niemieckiego eksportu trafiała na inne rynki europejskie. Niemniej jednak, podczas gdy te kraje zmniejszyły swoje deficyty budżetowe, Niemcy i strefa euro jako całość stały się w większym stopniu zależne od eksportu netto poza wspólnotę, w tym, przede wszystkim, od eksportu elementów infrastruktury i samochodów do Azji.

Europa znalazła się pod wpływem całej gamy problemów strukturalnych, na które europejski system nie ma rozwiązania w związku z niekorzystną zależnością od czynników zewnętrznych. Ma to określone implikacje zarówno dla sposobu, w jaki Europejski Bank Centralny (EBC) może reagować na sytuację rynkową, jak i dla inwestorów.

Poszukiwanie rentowności na dalszych odcinkach krzywej dochodowości

EBC to bank centralny koncentrujący się na docelowej stopie inflacji. Ponieważ inflacja w strefie euro wciąż nie dorównuje celowi inflacyjnemu, EBC jednoznacznie komunikuje, że nie zamierza podnosić stóp procentowych w najbliższej przyszłości.

Jeżeli zestawimy tę sytuację ze zwyżającą, choć rozpoczynającą się od ujemnych stóp procentowych krzywą dochodowości, skłonność inwestorów do poszukiwania dochodu na dalszych odcinkach krzywej dochodowości wydaje nam się całkowicie logiczna.

Tym samym dochodzimy do prawdziwej zagadki świata inwestycji: koncepcji ujemnej bezwzględnej rentowności obligacji.

W Niemczech rentowność 2-letnich i 10-letnich „Bundów” jest ujemna i nie widzimy w tym niczego nieuzasadnionego.

Podzielamy opinię tych komentatorów, w tym członka Rady Zarządzającej EBC Olliego Rehna, którzy mówią, że obniżanie stóp przez EBC o 15 punktów bazowych nie ma sensu. Ewentualna interwencja musi być odczuwalna.

Dostrzegamy zatem uzasadnienie dla rentowności 2-letnich niemieckich „Bundów” wykraczającej o 90 punktów bazowych na terytorium ujemne oraz rentowności 10-letnich „Bundów” utrzymującej się o 60 punktów bazowych na minusie.

Strach przed ujemnymi stopami procentowymi

W naszej ocenie problemem inwestorów europejskich jest strach przed ujemnymi stopami procentowymi, z którymi często nie mieli nigdy wcześniej do czynienia, a inwestowanie w instrumenty oferujące ujemne oprocentowanie może wywoływać dyskomfort.

Ta wstrzeźliwość jest zrozumiała: kto chciałby kupować ujemnie oprocentowane obligacje i trzymać je do terminu zapadalności, wiedząc, że taka inwestycja przyniesie stratę? Według nas tylko ktoś, kto liczy na znalezienie nabywcy, który odkupi takie instrumenty za wyższą cenę.

Na podstawie ostatnich działań i komunikatów banków centralnych wielu inwestorów wnioskuje, że to właśnie one mogą być takimi nabywcami.

Obecnie EBC może kupić nie więcej niż jedną trzecią pozostających w obiegu instrumentów, a niektórzy komentatorzy przewidują, że ten limit może zostać podniesiony w jakimś momencie w przyszłości.

Jako zarządzający inwestycjami musimy zauważyć, że banki centralne to niewrażliwi na ceny nabywcy aktywów, których podaż jest mniejsza niż na początku kryzysu finansowego, w związku ze spadkiem zadłużenia budżetowego. W związku z tym wzrost cen jest możliwy.

Europa i Stany Zjednoczone: odmienna dynamika

Według naszych analiz sytuacja na rynku instrumentów o stałym dochodzie w Europie jest fundamentalnie odmienna w porównaniu ze Stanami Zjednoczonymi.

Po części jest to związane ze słabnącym wzrostem w Europie, a po części z opartą na wartościach docelowych koncepcją planowania polityki pieniężnej w strefie euro, która praktycznie uniemożliwia EBC podniesienie stóp.

Niemniej jednak połączenie oczekiwanego obniżenia stóp przez EBC we wrześniu oraz korzystnego przebiegu krzywej dochodowości sprawia, według nas, że obligacje europejskie mogą być wciąż atrakcyjne w ujęciu globalnym, a europejskie instrumenty o stałym dochodzie oferują wartość nawet przy ujemnej rentowności.

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 dużą zmienność warunków rynkowych i ekonomicznych, wszelkie komentarze, opinie i analizy są w pełni aktualne wyłącznie w dniu publikacji niniejszego materiału 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.

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

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 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. 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. Inwestowanie w instrumenty zagraniczne wiąże się ze szczególnym ryzykiem, m.in. dotyczącym wahań kursów wymiany, niestabilności gospodarczej czy zmian na arenie politycznej.