



Istotne znaczenie polityki pieniężnej

Luty 25, 2015



Mark Mobius
Executive Chairman
Templeton Emerging Markets Group

Jednym z najważniejszych tematów i czynników decydujących o przepływach kapitału będzie w tym roku, według nas, zróżnicowanie polityki pieniężnej prowadzonej przez różne banki centralne na całym świecie. Jak dotąd przewagę ma rozluźnianie polityki; tylko w pierwszym miesiącu 2015 r., 14 banków centralnych podjęło jakieś działania w tym kierunku, głównie mające formę cięć stóp procentowych lub skupu aktywów.[\[1\]](#) Jeżeli chodzi o ten pierwszy kierunek, wyjątkowo agresywne ruchy wykonał duński bank centralny, który redukował stopy czterokrotnie na przestrzeni trzech tygodni. Z kolei Europejski Bank Centralny (EBC) ogłosił plany luzowania ilościowego, podążając ścieżką przetartą przez Rezerwę Federalną (Fed) w USA oraz Bank Japonii.

Rozluźnianie polityki przez banki centralne: styczeń 2015 r.



Źródło: Thomson Reuters

Ściślej rzecz ujmując, „luzowanie” nie jest precyzyjnym terminem – mowa tu raczej o „rozszerzaniu”. Pierwszą fazę luzowania ilościowego (QE1) zainicjowano w USA pod koniec 2008 r. w odpowiedzi na kryzys na amerykańskim rynku kredytów *subprime*, w formie programu skupu obligacji rządowych, papierów zabezpieczonych kredytami hipotecznymi (MBS) oraz innych aktywów głównie od banków odczuwających konsekwencje spadku wartości tych aktywów. Początkowo zakładano, że wartość programu sięgnie 600 mld USD, ale spodziewane cele związane z ożywieniem gospodarczym i rozluźnieniem warunków na rynku kredytowym nie zostały zrealizowane zgodnie z oczekiwaniami. Dlatego w 2010 r. uruchomiono rundę QE2, a dwa lata później QE3, gdy twórcy polityki pieniężnej z coraz większą desperacją poszukiwali nowych bodźców dla gospodarki. Ogólnie rzecz biorąc, na luzowanie ilościowe wydano ponad 4 bln USD (niemal równowartość chińskich rezerw walutowych), czyli ok. sześciokrotnie więcej niż początkowo planowano. W rezultacie, bilans Fedu trzykrotnie powiększył swe rozmiary.

W mojej ocenie, należy przede wszystkim zaznaczyć, że Stany Zjednoczone nie były jedynym krajem, który prowadził tego typu działania w ostatnich latach. W Wielkiej Brytanii, w 2009 r. uruchomiono program o wartości 75 mld funtów (ok. 120 mld USD), który stopniowo rozszerzano do łącznie 375 mld funtów (ok. 600 mld USD). Rozmiary bilansu Bank of England powiększyły się czterokrotnie, a rząd wykorzystał nowe pieniądze do wykupu swego własnego zadłużenia. Poprawa warunków ekonomicznych w USA i Wielkiej Brytanii prowokuje dziś dyskusję na temat dogodnego momentu na wstrzymanie tej stymulacji i podwyższenie stóp procentowych.

Podczas gdy skala luzowania jest ograniczana w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii, w innych krajach działania w tym obszarze są coraz bardziej zdecydowane. W październiku 2014 r., Bank Japonii zwiększył skalę swego programu skupu aktywów do 80 bln jenów (647 mld USD) rocznie. W ramach polityki zwanej przez niektórych „luzowaniem ilościowo-jakościowym” („QQE”), japoński bank centralny walczy z deflacją i stara się pobudzić gospodarkę po latach stagnacji.

Strefa euro niezmiennie odczuwa konsekwencje problemów z zadłużeniem budżetowym i długiego okresu anemicznego wzrostu, któremu towarzyszą deflacyjne efekty uboczne. W styczniu, EBC zdecydował się na rozwiązanie sprawdzone niedawno przez Stany i Zjednoczone i Japonię, ogłaszając plany skupu obligacji o wartości co najmniej 1 bln euro od marca, z myślą o zasileniu rynków dodatkową płynnością.

Na rynkach wschodzących także dostrzegamy pewne rozbieżności w obszarze polityki pieniężnej, jednak zauważalna jest powszechna tendencja do rozluźniania polityki. Przyjrzyjmy się bliżej ostatnim działaniom niektórych banków centralnych i ich uzasadnieniom.

Chiny (rozluźnianie polityki)

Po zaskakującej redukcji stóp procentowych w listopadzie, 4 lutego Ludowy Bank Chin obniżył poziomy wymaganych rezerw bankowych o 50 punktów bazowych (0,50%), mając na celu zwiększenie podaży pieniądza o ok. 600 mld yuanów (96 mld USD). Ludowy Bank Chin zapowiedział także dodatkową obniżkę o 50 punktów bazowych wskaźnika wymaganych rezerw dla mniejszych instytucji finansowych koncentrujących się na kredytach dla mikroprzedsiębiorców i rolników oraz obniżkę o 400 punktów bazowych (4%) analogicznego wskaźnika dla Chińskiego Banku Rozwoju Rolnictwa. Rząd ma nadzieję, że te działania pobudzą gospodarkę w obliczu całego szeregu rozczarowujących danych statystycznych, takich jak notowania kluczowego barometru dynamiki w sektorze produkcji – indeksu PMI, który spadł w styczniu 2015 r. poniżej poziomu 50. W 2014 r., wzrost chińskiego produktu krajowego brutto (PKB) wyniósł 7,4% rok do roku, w porównaniu z 7,7% rok do roku w 2013 r. W Templeton Emerging Markets Group nie obawiamy się spadku dynamiki chińskiego wzrostu gospodarczego, uznając, że wzrost przekraczający 7% w przypadku gospodarki tych rozmiarów jest całkiem solidny. Niemniej jednak, Ludowy Bank Chin najwyraźniej zamierza pilnować, by Chiny utrzymały swą pozycję siły napędowej globalnego wzrostu, zatem kolejne kroki w kierunku rozluźniania polityki pieniężnej w tym roku nie będą dla nas zaskoczeniem.

Indie (rozluźnianie polityki)

Indie również rozluźniają politykę pieniężną, pomimo solidnego wzrostu PKB. W efekcie zmiany metodologii obliczania krajowych danych ekonomicznych, która przybliżyła statystyki dotyczące PKB Indii do standardów międzynarodowych, dane o PKB tego kraju zostały znacząco skorygowane w górę. Niedawno opublikowane dane wskazują, że wzrost PKB przyspieszył do 6,9% rok do roku w roku budżetowym kończącym się w marcu 2014 r., w porównaniu z 4,7% rok do roku według poprzednich obliczeń. Analogicznie, wzrost za rok budżetowy 2012/2013 został skorygowany z 4,5% do 5,1% rok do roku.

W styczniu, Bank Rezerw Indii zaskoczył rynek redukcją swej kluczowej stopy procentowej o 25 punktów bazowych (0,25%) do poziomu 7,75%. Słabnąca presja inflacyjna skłoniła bank centralny do obniżki stóp w celu stymulacji wzrostu gospodarczego. Następnie, 3 lutego, ustawowy wskaźnik płynności (określający udział depozytów i zobowiązań, jakie banki muszą utrzymywać jako rezerwy) został obniżony do 21,5%, aby zachęcić banki do zwiększenia akcji kredytowej. Indyjski indeks cen konsumenckich wprawdzie wzrósł z rekordowo niskiego listopadowego poziomu 4,4% do 5,0% w grudniu 2014 r. w ujęciu rok do roku, jednak nadal był znacznie niższy w porównaniu z zanotowanym w styczniu 2014 r. poziomem 8,8%, co zwiększało pole manewru do rozluźniania polityki. Gubernator Banku Rezerw Indii Raghuram Rajan stwierdził, że spadek cen ropy zmniejszył zagrożenie ze strony inflacji i zapowiedział, że można spodziewać się dalszych obniżek stóp procentowych.

Rosja (rozluźnianie polityki)

Bank centralny Rosji nieoczekiwanie obciął w styczniu swą referencyjną stopę procentową o 200 punktów bazowych (2,0%) do poziomu 15%, aby zapewnić wsparcie dla krajowej gospodarki. Poprzednio, bank podniósł stopy z 10,5% w grudniu do 17%, w ramach działań mających ustabilizować rubla i ograniczyć presję inflacyjną. Inflacja wzrosła w grudniu do najwyższego poziomu od ponad pięciu lat, przede wszystkim w wyniku wzrostu cen żywności, a indeks cen konsumenckich skoczył w górę do 11,4% rok do roku, w porównaniu z 9,1% w listopadzie. Na przestrzeni ostatnich miesięcy, rząd zapowiedział szereg działań w ramach walki z krajowym kryzysem ekonomicznym, których wartość szacowana jest na co najmniej 35 mld USD. Planowane działania to, między innymi, rekapitalizacja systemu bankowego środkami o wartości 15,7 mld USD oraz zasilenie państwowego banku rozwoju kapitałem rządu 4,7 mld USD, w celu umożliwienia mu udzielania większej ilości kredytów i tym samym wspierania rozwoju gospodarczego kraju. Rosja musi jednak zmierzyć się z wyzwaniami, wobec których sama polityka pieniężna jest bezradna. W styczniu, międzynarodowa agencja ratingowa Standard & Poor's obniżyła rating dla rosyjskiego zadłużenia skarbowego z BBB- do BB+, czyli poniżej statusu inwestycyjnego, uzasadniając tę decyzję pogorszeniem jakości aktywów w systemie finansowym w efekcie deprecjacji rubla, ograniczonym dostępem do międzynarodowych rynków kapitałowych w konsekwencji nałożonych na Rosję sankcji oraz prawdopodobieństwem recesji w 2015 r.

Turcja (rozluźnianie polityki)

W warunkach słabnącej presji inflacyjnej wraz ze spadkami cen ropy, bank centralny Turcji obniżył w styczniu swą referencyjną stopę procentową o 50 punktów bazowych (0,5%) do poziomu 7,75%. Wartość indeksu wzrostu cen konsumenckich poszła w dół z 9,2% rok do roku w listopadzie do 8,2% rok do roku w grudniu. Turcja zmagą się z całym szeregiem problemów. Deficyt w budżecie rządu centralnego rozszerzył się w 2014 r. o ponad 20% rok do roku do 9,9 mld USD, natomiast według danych tureckiego Ministerstwa Gospodarki, deficyt na rachunku obrotów bieżących zawężił się z 64,7 mld USD w 2013 r. do 45,8 mld USD w 2014 r.

Brazylia (zaostrożenie polityki)

Brazylia prawdopodobnie chętnie przyjąłaby choć część presji deflacyjnej, jaką notuje Japonia czy EBC – w 2014 r., brazylijski indeks cen konsumenckich wzrósł o 6,4%, co oznacza najszybsze tempo wzrostu od 2011 r., znacznie przewyższające cel inflacyjny banku centralnego. Ważną przyczyną tego wzrostu była deprecjacja brazylijskiego reala, który w 2014 r. osłabił się w stosunku do USD o 11%.^[2] Pomimo anemicznego wzrostu gospodarczego w Brazylii, obawy przed inflacją skłoniły 21 stycznia bank centralny do podniesienia (po raz trzeci z rzędu) referencyjnej stopy procentowej o 50 punktów bazowych (0,5%) do najwyższego od sierpnia 2011 r. poziomu 12,25%. Nastroje wśród brazylijskich konsumentów osiągnęły najniższy poziom od 2005 r., pod wpływem obaw związanych z inflacją i słabą kondycją rynku pracy. W podstawowym budżecie brazylijskiego sektora publicznego zanotowano w 2014 r. pierwszy deficyt od ponad dekady. Niższe przychody z podatków i wyższe wydatki w okresie poprzedzającym październikowe wybory prezydenckie przełożyły się na deficyt sięgający 13,8 mld USD (0,6% PKB). Minister finansów Joaquim Levy zapowiedział szereg działań mających poprawić kondycję finansów publicznych, w tym podwyżki podatków od paliw, kredytów i importu, a także zniesienie ulg podatkowych dla posiadaczy samochodów.

Podsumowanie: konsekwencje dla inwestorów

Uważam, że rozluźnianie polityki pieniężnej przez największe banki centralne na świecie może pomóc ożywić wzrost gospodarczy, ale jednocześnie chroni banki prywatne przed koniecznością podejmowania trudnych decyzji dotyczących złych inwestycji. Spora część nowych pieniędzy pozostała w bilansach banków, ku niezadowoleniu przedstawicieli banków centralnych, liczących na wzrost akcji kredytowej i ożywienie gospodarcze.

Niskie stopy procentowe, z jakimi mamy dziś do czynienia na całym świecie, są niekorzystne dla posiadaczy zwykłych lokat bankowych i emerytalnych produktów oszczędnościowych, ale z kolei są mile widziane przez inwestorów działających na rynkach akcji. Kolejnym źródłem ryzyka dla niskoprocentowanych dziś lokat bankowych może być wzrost inflacji, a także pęcznienie bańki cenowej. Przecena na rynku ropy stanowi pewne zabezpieczenie, ale nie sądzimy, by ceny surowca pozostały tak niskie w dłuższej perspektywie. Co więcej, narastają obawy przed „wojnami walutowymi” w warunkach powszechnego luzowania polityki – poszczególne kraje za wszelką cenę osłabiają swe waluty, by stymulować wzrost eksportu.

Uważamy, że ostatnie działania Banku Japonii, EBC, Ludowego Banku Chin, Banku Rezerw Indii i innych banków centralnych w kierunku rozluźniania polityki pieniężnej powinny zniwelować wpływ możliwych podwyżek stóp procentowych w USA, a może także w innych krajach. Naszym zdaniem, polityka banków centralnych wciąż będzie zasilać rynki płynnością, a coraz większe ilości kapitału powinny napływać na światowe rynki akcji, gdy inwestorzy będą poszukiwać wyższych dochodów. Będziemy jednak uważnie obserwować sytuację, wypatrując sygnałów ewentualnych niepożądanych wstrząsów wtórnych.

Komentarze, opinie i analizy dr. Mobiusa są przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowią indywidualnych porad inwestycyjnych ani zachęty do zainwestowania w jakiekolwiek 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 dokumencie nie stanowią kompletnej analizy wszystkich istotnych faktów dotyczących jakiegokolwiek kraju, regionu, rynku, branży, inwestycji czy strategii inwestycyjnej.

Informacja natury prawnej

Wszelkie inwestycje wiążą się z ryzykiem, włącznie z ryzykiem utraty zainwestowanego kapitału. 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. Ceny akcji podlegają wahanom (często nagłym i gwałtownym) wywoływanym czynnikami dotyczącymi poszczególnych spółek, branż czy sektorów lub ogólnymi warunkami panującymi na rynkach.

[1] Źródło: Thompson Reuters.

[2] Źródło: Bloomberg.