

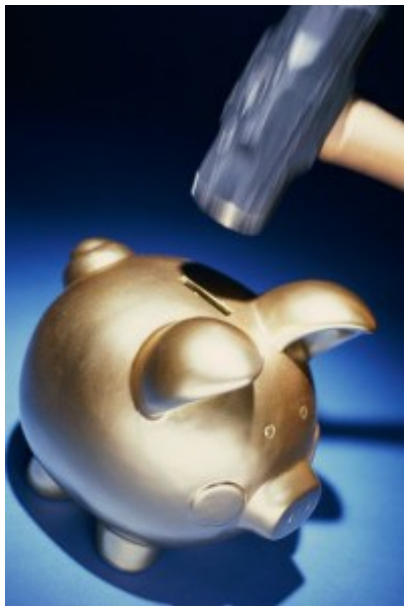


Znaczący spadek czy lekka korekta rezerw walutowych rynków wschodzących?

Kwiecień 24, 2015



Mark Mobius
Executive Chairman
Templeton Emerging Markets Group



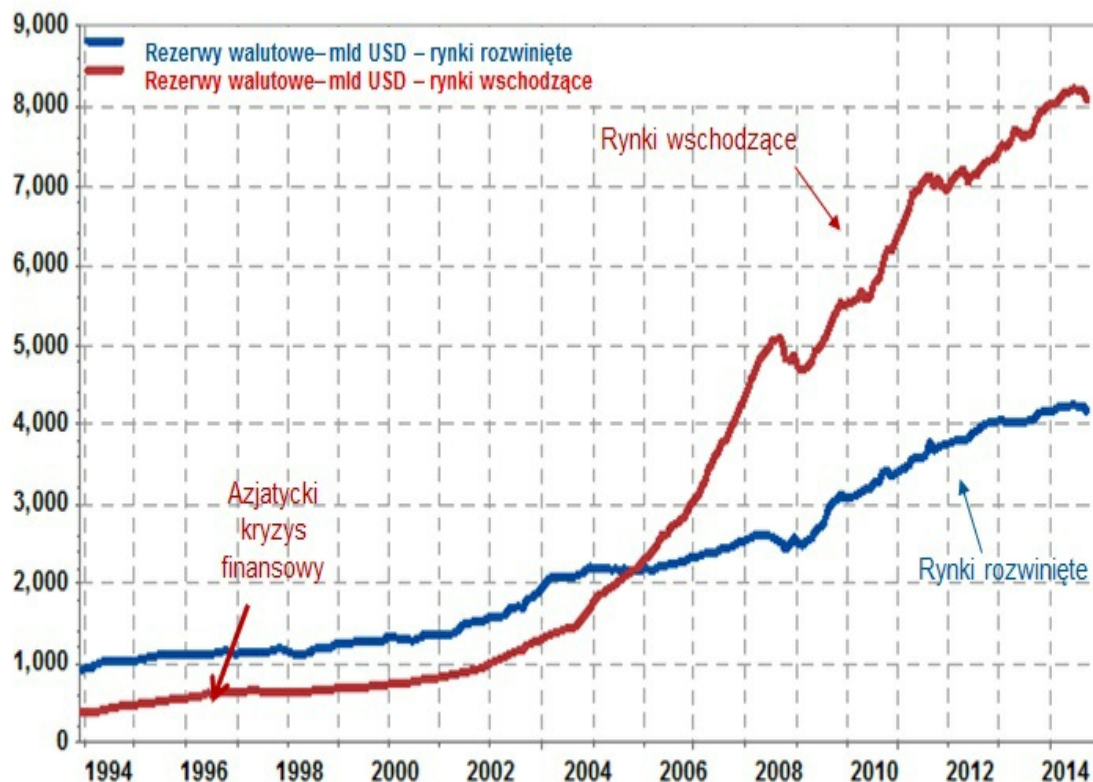
Dla inwestorów interesujących się rynkami wschodzącymi, zrównoważony wzrost rezerw walutowych – nierzadko do poziomów przewyższających rezerwy większości gospodarek rozwiniętych – był ważnym atutem od dwóch dekad. Dzięki zgromadzonym rezerwom, rynki wschodzące stały się głównymi nabywcami amerykańskich i europejskich papierów dłużnych. Niemniej jednak, ogólny spadek poziomów tych rezerw w roku ubiegłym skłonił komentatorów do zastanawiania się nad niebezpieczeństwem dalszego uszczuplenia tych zasobów finansowych i możliwych konsekwencji dla rynków.

Rezerwy walutowe krajów rozwijających się faktycznie spadły w ostatnim czasie; według Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW), rezerwy walutowe rynków wschodzących zmniejszyły się w 2014 r. łącznie o 114,5 mld USD w ujęciu rok do roku do poziomu 7,74 bln USD, w porównaniu ze szczytowym poziomem nieznacznie przewyższającym 8 bln USD w drugim kwartale 2014 r.[\[1\]](#) Pomimo tego spadku, rynki wschodzące wciąż są najważniejszymi wierzycielami w ujęciu globalnym. Jako inwestorzy działający na ogólnoswiatowych rynkach akcji, nadal uważamy, że kraje zaliczane do rynków wschodzących wciąż wydają się mocniejsze na tle rynków rozwiniętych z kilku powodów, takich jak korzystniejsze czynniki demograficzne czy wyższe prognozowane poziomy wzrostu gospodarczego. Prognozy MFW na 2015 r. przewidują wzrost PKB gospodarek rozwiniętych rzędu 2,4%, natomiast gospodarki wschodzące i nowe rynki wschodzące mają wzrosnąć o 4,3%.[\[2\]](#)

Naszym zdaniem, względnie niewielki spadek rezerw walutowych rynków wschodzących ma stosunkowo małe znaczenie w szerszym kontekście makroekonomicznym, a ewentualne konsekwencje mogą być istotniejsze w przypadku rynków rozwiniętych niż wschodzących.

Rezerwy walutowe

Grudzień 1994 r. – grudzień 2014 r.



Źródło: EIU, Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD).

Rynki wschodzące według indeksu MSCI Emerging Markets Index; rynki rozwinięte według indeksu MSCI World Index.

Indeksy nie są zarządzane, a bezpośrednia inwestycja w indeks nie jest możliwa. Dodatkowe informacje dotyczące podmiotów dostarczających dane można znaleźć na stronie www.franklintempletondatasources.com.



Mniejsze rezerwy walutowe: implikacje dla krajów zaliczanych do rynków wschodzących

Uważamy, że obniżenie poziomów rezerw walutowych w 2014 r. ma względnie niewielkie znaczenie w kontekście potężnego wzrostu rezerw w ciągu ostatnich dwóch dekad, tj. od czasu Azjatyckiego Kryzysu Finansowego. Gospodarki wschodzące wciąż mają bardzo duże zasoby rezerwowego kapitału – czterokrotnie wyższe niż w 2004 r. Większość krajów zaliczanych do rynków wschodzących (z kilkoma wyjątkami) ma dostateczne rezerwy, by radzić sobie z krótkoterminowymi zobowiązaniami finansowymi.

Poniższa tabela pokazuje stopień, w jakim rezerwy zgromadzone przez rynki wschodzące zaspokajają ich zapotrzebowanie na finansowanie.

Poziomy rezerw na większości rynków wschodzących wydają się odpowiednie

	Deficyt na rachunku obrotów bieżących (mld USD) 2015*	Zewnętrzny dług krótkoterminowy (mld USD)	Zapotrzebowanie na finansowanie zewnętrzne (mld USD)	Rezerwy walutowe (mld USD) 2015*	% zapotrzebowania na finansowanie zewnętrzne
Ukraina	1	40	41	5	11%
Wenezuela	8	24	32	20	63%
Turcja	32	133	165	107	65%
RPA	15	27	42	40	94%
Argentyna	10	18	27	26	96%
Malezja	-7	103	96	101	105%
Rumunia	2	26	28	34	123%
Kolumbia	19	12	31	45	144%
Indonezja	27	47	74	109	147%
Meksyk	27	93	120	190	158%
Węgry	-6	23	17	39	229%
Indie	29	86	115	312	272%
Brazylia	70	54	124	354	287%
Tajlandia	-17	59	42	148	350%
Peru	9	7	16	58	371%
Chiny	-356	625	268	3730	1390%
Filipiny	-17	16	-1	70	n/m

Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Bloomberg, Bank Światowy, na podstawie najświeższych dostępnych danych za lata 2013-2014. Zewnętrzny dług krótkoterminowy to zadłużenie o czasie zapadalności sięgającym 1 roku lub krótszym. Dostępne dane nie pozwalają na dokonanie rozróżnienia pomiędzy publicznym a prywatnym nieobjętym gwarancją zadłużeniem krótkoterminowym. Dane w USD według aktualnych kursów.

*Prognoza. Realizacja jakichkolwiek prognoz nie jest w żaden sposób gwarantowana.



FRANKLIN TEMPLETON
INVESTMENTS

Wpływ na politykę pieniężną

Rezerwy walutowe okazały się bardzo ważne w latach 70., 80. i 90. ubiegłego wieku, gdy wiele krajów zaliczanych do rynków wschodzących, a w szczególności gospodarek latynoamerykańskich, wykorzystywało wszelkie możliwe waluty (takie jak dolar amerykański, japoński jen czy marka niemiecka) do utrzymania kontroli nad inflacją.

W przypadku większości rynków wschodzących (z kilkoma wyjątkami), problemy z inflacją przeszły do historii. Nie oznacza to, że inflacja ponownie nie zacznie sprawiać problemów, ale ponieważ wiele krajów skutecznie nią zarządza w ramach polityki pieniężnej, a banki centralne zyskują na wiarygodności, interwencje na rynku walutowym generalnie przestały być wykorzystywane jako narzędzie do kontroli inflacji. Tym samym wiele krajów zyskało większą niezależność w obszarze polityki pieniężnej i nie jest już zmuszonych do sztucznego utrzymywania stałych kursów swych walut do USD. Oznacza to, naszym zdaniem, że poziom rezerw walutowych stał się generalnie mniej istotny, biorąc pod uwagę coraz większe rozpowszechnienie zmiennych kursów walut, które zmniejsza zapotrzebowanie na utrzymywanie potężnych zasobów w celu ewentualnej obrony kursu. Bardzo nieliczne (o ile jakiegokolwiek) kraje stosują dziś mechanizm stuprocentowo zmiennych kursów walut. Większość krajów pozwala rynkowi ustalać poziom kursu swej waluty, ale jednocześnie bank centralny ma możliwość interweniowania, gdy jest to zgodne z celem prowadzonej polityki pieniężnej.

Obecnie trwa akademicka debata pomiędzy byłym szefem Rezerwy Federalnej Benem Bernanke a byłym sekretarzem skarbu USA Lawrencem Summersem na temat sekularnej stagnacji i przyczyn niskich stóp procentowych na świecie. Podstawowe pytanie brzmi: czy stopy są niskie ponieważ zbyt mało ludzi chce inwestować lub zbyt wielu ludzi chce oszczędzać? Bernanke uważa, że chodzi o zbyt duże oszczędności w skali globalnej, natomiast Summers twierdzi, że przyczyną spowolnienia jest wzrost populacji połączony ze skromnym wachlarzem możliwości inwestycyjnych w możliwej do przewidzenia przyszłości.

Tak czy inaczej, oszczędności faktycznie są zbyt duże w stosunku do inwestycji, co obniża realne stopy procentowe (w niektórych przypadkach nawet do poziomów ujemnych), zaniżone w stosunku do stóp określonych w polityce pieniężnej banków centralnych (które nie mogą być ujemne).

Gdybyśmy przyjęli hipotezę Bernanke, spadek poziomów rezerw walutowych rynków wschodzących oznaczałoby obniżenie poziomów oszczędności w tych krajach, co przywróciłoby równowagę pomiędzy stopami rynkowymi a stopami pożądanymi przez banki centralne.

Podsumowując, sam spadek poziomów rezerw nie budzi naszych większych obaw. Wiele krajów zyskało większą niezależność w obszarze polityki pieniężnej i nie jest już zmuszonych do sztucznego utrzymywania stałych kursów swych walut do USD, dzięki czemu ma większą swobodę w ustalaniu stóp procentowych.

Kurczące się rezerwy mogłyby także sygnalizować krótkoterminowy spadek atrakcyjności rynków wschodzących, które są w stanie generować takich nadwyżek na rachunkach obrotów bieżących, jak miało to miejsce w przeszłości (m.in. dzięki spadającym cenom surowców w przypadku ich producentów) lub nie przyciągają już tak dużych ilości kapitału, by finansować atrakcyjne możliwości inwestycyjne. Obydwa te czynniki stymulowały w przeszłości napływ dolarów na rynki wschodzące, co pozwalało tamtejszym bankom centralnym gromadzić większe rezerwy.

Komentarze, opinie i analizy Marka Mobiusa wyrażają wyłącznie jego osobiste poglądy, są przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowią indywidualnych porad inwestycyjnych ani zachęty do kupna, sprzedaży ani utrzymywania jakichkolwiek papierów wartościowych czy stosowania jakiejkolwiek strategii inwestycyjnej. Informacje zawarte w niniejszym dokumencie nie mają charakteru porad prawnych ani podatkowych. Informacje zawarte w niniejszym dokumencie są aktualne wyłącznie na dzień publikacji, mogą ulec zmianie bez uprzedniego powiadomienia i nie stanowią kompletnej analizy wszystkich istotnych faktów dotyczących jakiegokolwiek kraju, regionu, rynku czy inwestycji.

Dane pochodzące z zewnętrznych źródeł mogły zostać wykorzystane na potrzeby opracowania niniejszego dokumentu. Takie dane nie zostały odrębnie zweryfikowane, potwierdzone ani poddane kontroli przez Franklin Templeton Investments (FTI). FTI nie ponosi żadnej odpowiedzialności za jakiegokolwiek straty wynikające z wykorzystania jakichkolwiek informacji zawartych w niniejszym dokumencie; inwestor może opierać swe 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 dowiedzieć się, czy dane produkty i usługi są dostępne pod określoną jurysdykcją, należy skonsultować się z profesjonalnym doradcą finansowym.

Jakie jest ryzyko?

Wszelkie inwestycje wiążą się z ryzykiem, włącznie z ryzykiem utraty zainwestowanego kapitału. Z inwestowaniem na rynkach zagranicznych związane jest określone ryzyko, m.in. ryzyko wahań kursów walut i ryzyko niestabilnej sytuacji gospodarczej i 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.

[1] Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW), 31 marca 2015 r.

[2] Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW); baza danych „World Economic Outlook”, kwiecień 2015 r.
Realizacja jakichkolwiek prognoz nie jest w żaden sposób gwarantowana.