


**Eric Chaney i Jean Sorasio
o aktualnej sytuacji
rynkowej**



Komentarz Erica Chaneya

Eric Chaney i Jean Sorasio

Naszym zdaniem ostatnia wyprzedaż na globalnych rynkach akcji nie ma uzasadnienia ani w fundamentalnych danych gospodarczych, ani politycznych. Uważamy, że spowolnienie gospodarcze w Stanach Zjednoczonych i w Europie nie będzie trwałe, chociaż uzasadnia ono korekty w dół przesadnie optymistycznych prognoz dotyczących gospodarki i rentowności przedsiębiorstw. Jesteśmy pewni, że kraje takie jak Włochy i Hiszpania są wypłacalne, i uważamy, że ryzyko niewywiązania się przez nie ze swoich zobowiązań finansowych jest bliskie zeru. Nie wątpimy w zaangażowanie liderów politycznych krajów strefy euro, chociaż podzielamy frustrację rynku odnośnie do czasu, jaki zajmuje reforma przepisów w strefie euro. W końcu obniżenie ratingu kredytowego Stanów Zjednoczonych przez agencję Standard & Poor's, wydarzenie znamienne we współczesnej historii skarbowych papierów dłużnych, nie wnosi nic, czego nie wiedzielibyśmy już wcześniej: recesja z lat 2008-2009 zwiększyła zadłużenie rządów państw OECD o około 30 punktów PKB, doprowadzając do tego, że w przypadku większości z nich, na czele ze Stanami Zjednoczonymi, utrzymanie zadłużenia w równowadze okazało się niemożliwe.

W drugim kwartale br. wzrost produkcji w Stanach Zjednoczonych prawie się zatrzymał, a w trzecim kwartale wzrost PKB strefy euro może być również bliski zeru. Obydwie gospodarki cierpią z powodu nadmiernego zadłużenia zarówno prywatnego, jak i publicznego, które zostało nagromadzone w trakcie poprzedniego cyklu gospodarczego. Zadłużenia tego nie da się łatwo spłacić i dlatego oczekujemy, że w nadchodzących kilku latach ożywienie w obydwu regionach będzie nadal powolne.

Globalna gospodarka wciąż znajduje się na wczesnym etapie wychodzenia z recesji. Chiny i inne gospodarki azjatyckie dynamicznie rosną, w Japonii ożywienie przebiega szybciej niż oczekiwano, a w Europie Środkowo-Wschodniej, na Bliskim Wschodzie i w Ameryce Łacińskiej nadal obserwowany jest rozwój. Co więcej, niefinansowe sektory przedsiębiorstw w Stanach Zjednoczonych i w Europie są rentowne, nie są obciążone nadmiernym zadłużeniem i dążą do zwiększenia wydatków inwestycyjnych. W tym kontekście oczekujemy, że stosunek korzystnych do niekorzystnych czynników w gospodarce globalnej będzie pozytywny dla wzrostu i rentowności w przyszłym roku.

Komentarz Erica Chaneya

Obserwacje niedawnych decyzji polityków ze strefy euro mogą skłaniać niektórych inwestorów do wniosku, że Włochy będą wkrótce potrzebować planu pomocowego, a Niemcy go zablokują. Nie podzielamy tej opinii z kilku powodów:

Chociaż słabość ożywienia gospodarczego we Włoszech skłania do uzasadnionych wątpliwości na temat długookresowej wypłacalności rządu, to Włochy są silniejsze, niż wskazują na to ostatnie wydarzenia na rynku. Włochy nie tylko dysponują pierwotną nadwyżką budżetową prognozowaną w bieżącym roku na 0,8% PKB, ale również ograniczonym zadłużeniem zewnętrznym, wynoszącym 20% PKB (w przypadku Grecji poziom ten wynosi 100%). Zresztą średni ważony termin zapadalności zadłużenia rządowego Włoch jest odległy i wynosi nieco ponad siedem lat, czyli znacznie więcej od wielu krajów z ratingiem AAA. Dlatego też Włochy są w stanie przetrwać przez jakiś czas wysoki poziom rentowności obligacji, chociaż nie oczekujemy, że rentowność papierów dłużnych tego kraju utrzyma się na obecnym, wysokim poziomie.

Banki włoskie cechują się stabilnymi bilansami. Jeśli ich inwestycje we włoskie papiery dłużne nie zostaną obciążone odpisami z tytułu utraty wartości, a takie jest nasze założenie, to są dobrze dokapitalizowane. Gdyby ich fundusze znalazły się w trudnej sytuacji, Europejski Bank Centralny jest gotowy wypełnić lukę, jak zapewnił Prezes Jean-Claude Trichet podczas swojej ostatniej konferencji prasowej.

Nie zauważyliśmy żadnych oznak tego, by jacykolwiek decydenci polityczni strefy euro – szczególnie w Niemczech – wykazywali mniejsze zaangażowanie w ideę wspólnej waluty. Wprost przeciwnie, decyzje podjęte 21 lipca wzmacniają fundusz ratunkowy dla euro, a będąca ich następstwem decyzja EBC w sprawie ponownego uruchomienia programu wykupu papierów wartościowych (Securities Market Program) jest kolejnym potwierdzeniem tego zaangażowania. Dostrzegamy fakt, że prezes Bundesbanku Jens Weidmann jest zasadniczo przeciwny skupowaniu obligacji skarbowych na rynku wtórnym przez EBC. Nie jest on jednak przeciwny rozciągnięciu operacji refinansowania na zasadach pełnego przydziału (full allotment) na banki, co było bardziej kluczową decyzją. Jesteśmy przekonani, że w przypadku dramatycznego pogorszenia się płynności obligacji skarbowych i finansowania banków w strefie euro, decydenci polityczni (łącznie z EBC) zareagują w odpowiedni sposób.

Komentarz Erica Chaneya

Po obydwu stronach Atlantyku rynki w przesadny sposób zareagowały na niefortunne nałożenie się złych, ale tymczasowych informacji z gospodarki, oraz trudnych, ale możliwych do rozwiązania problemów budżetowych. Zwróćmy uwagę na fakt, że inflacja, która jeszcze pół roku temu uznawana była za główny czynnik ryzyka dla rynków finansowych, obecnie maleje dzięki spadającym cenom surowców.

Gdy rynki podążają we wspólnym kierunku i panuje na nich awersja do ryzyka, łatwo jest przyjąć pesymistyczną ocenę i podążać za trendem. Właśnie w takich okresach próby warto skupić się na danych fundamentalnych, które w ostatecznym rozrachunku zdobędą przewagę.

Eric Chaney jest głównym ekonomistą, a Jean Sorasio dyrektorem inwestycyjnym we francuskiej firmie ubezpieczeniowej AXA.

Artykuł ukazał się w Wall Street Journal Europe w dniu 08.08.2011 r.