

# LEGG MASON WESTERN ASSET MACRO OPPORTUNITIES BOND FUND

**OPIS AKTUALNEJ SYTUACJI WG KENA LEECHA,  
DYREKTORA INWESTYCJI WESTERN ASSET  
MANAGEMENT — SIERPIEŃ 2019 R.**

**Legg Mason Western Asset Macro Opportunitites Bond Fund jest subfunduszem bazowy  
ESALIENS Subfunduszu Makrostrategii Papierów Dłużnych**

---

## **Najważniejsze wnioski**

- Istotna zmiana funkcji reagowania amerykańskiej Rezerwy Federalnej i EBC w ciągu ostatnich 2 miesięcy. Western Asset uważa, że jest to długofalowe zwrócenie uwagi banków centralnych na brak inflacji w ostatnich latach.
- Pozycjonowanie portfela jest podyktowane dwoma najważniejszymi czynnikami:
  - 1) utrzymanie przez jakiś czas wspierającego (gołębiego) nastawienia banków centralnych
  - 2) utrzymanie stabilnego globalnego wzrostu
- Europejski Bank Centralny popełnił duży błąd, wprowadzając ujemne stopy procentowe, szczególnie w kontekście wpływu tego ruchu na działalność banków. Europejskiemu Bankowi Centralnemu potrzebne jest wprowadzenie luzowania ilościowego i innych kreatywnych sposobów działania.
- Głównym czynnikiem ryzyka są napięcia w stosunkach handlowych, ale nadal panuje przekonanie, że w interesie Stanów Zjednoczonych i Chin leży ich rozwiązanie.
- Western Asset wciąż utrzymuje istotną pozycję w obligacjach krajów rozwijających się, a długa pozycja na amerykańskich obligacjach skarbowych jest ważnym instrumentem dywersyfikacji ryzyka, szczególnie w otoczeniu niskiej inflacji

## **Jak zmieniła się funkcja reagowania banków centralnych w ciągu ostatnich 2 miesięcy?**

Można było zaobserwować istotną zmianę funkcji reagowania banków centralnych, którą Western Asset interpretuje jako zwrócenie uwagi banków centralnych na brak inflacji w ostatnich latach. Amerykańska Rezerwa Federalna przez kilkadziesiąt lat stosowała politykę bazującą na dobrze znanym zestawie środków związanych z prognozowanym wzrostem i inflacją. Jeśli wzrost utrzymywał się ponad linią trendu a stopa bezrobocia była niska, sugerując presję na wynagrodzenia i inflację w przyszłości, FED zacieśniał politykę pieniężną. Jeśli wzrost był poniżej linii trendu, FED wstrzymywał dalsze kroki lub zaczynał łagodzić politykę pieniężną. W kontekście tego zestawu środków, trudno jest uzasadnić tę gołębią zmianę, ponieważ stopa bezrobocia osiąga rekordowo niski poziom, wzrost gospodarczy jest zgodny z trendem a rynki akcji rosną.

Niektórzy uczestnicy rynku uważają obecny gołębi zwrot banków centralnych za chęć zabezpieczenia się przed gorszymi perspektywami gospodarczymi na świecie, więc uznają to za przejściowy problem ze wzrostem. Niektórzy uważają, że w razie poprawy wzrostu banki centralne mogą szybko powrócić do zacieśniania polityki. Ken Leech jest innego zdania — uważa, że to raczej długotrwałe zjawisko. Interpretuje komentarze FED jako wyraz nastawienia wykluczającego zacieśnianie polityki, dopóki inflacja nie będzie przez dłuższy czas rosła zgodnie z celem inflacyjnym.

## **Brak inflacji spowodował zmianę w nastawieniu banków centralnych**

Główne banki centralne od wielu lat nie osiągają swoich celów inflacyjnych. Muszą zbudować wiarygodność w sprawie inflacji, żeby zwiększyć oczekiwania inflacyjne i żeby przekonać rynki, iż inflacja może wrócić do poziomu 2%. Podobny przekaz płynie w ostatnich latach z Banku Japonii. Przed Bankiem Japonii stoi wyzwanie w postaci zwiększenia inflacji od zera do 2% w sytuacji, gdy od jednego pokolenia inflacja tam nie wystąpiła. Prezes Kuroda oświadczył w związku z tym, że polityka monetarna nie będzie zacieśniana, dopóki inflacja nie będzie przez dłuższy czas rosła. EBC jest w podobnej sytuacji. Inflacja była niższa od zakładanych 2% i powinna się zbliżyć do celu inflacyjnego. Podobne opinie wygłasza Prezes Draghi: że zacieśnienie polityki nastąpi dopiero wówczas, gdy inflacja bazowa będzie się przez dłuższy czas utrzymywać powyżej linii trendu.

Kluczowe jest podkreślanie „dłuższego czasu”. Zdaniem Western Asset banki centralne wykazują obecnie asymetryczność reakcji. Zgodnie z tymi wypowiedziami, banki centralne powinny mieć gołębie nastawienie, póki inflacja nie oddala się od celu inflacyjnego. Wobec osłabienia wzrostu należałoby się spodziewać luzowania. Jeśli jednak wzrost powróci, natychmiastowe zaostrzenie polityki jest mało prawdopodobne. Prawdopodobne jest to, że FED rozpocznie cykl zacieśniania polityki dopiero wówczas, gdy inflacja bazowa będzie przez co najmniej rok wynosić ponad 2%. Ken Leech zauważa jednak, że FED wydaje się być podzielony, ponieważ wypowiedzi jego członków w ostatnich tygodniach nie były spójne. Western Asset będzie uważnie śledzić wypowiedzi członków amerykańskiej Rezerwy Federalnej.

## **Oczekiwany dalszy stabilny globalny wzrost**

Mimo pojawienia się ryzyka spadku, Western Asset prognozuje utrzymanie stabilnego globalnego wzrostu gospodarczego. Dwoma najważniejszymi siłami napędowymi globalnego wzrostu są Stany Zjednoczone i Chiny. Gospodarka amerykańska będzie prawdopodobnie nadal rosła zgodnie z trendem. Chiny — druga kluczowa gospodarka, której dalszy rozwój jest konieczny dla utrzymania stabilnego globalnego wzrostu — jest od 12 miesięcy pod wpływem różnych działań stymulacyjnych.

Western Asset spodziewa się, że efektem tych działań będzie wyższy wzrost gospodarczy w II połowie 2019 r.

W 2018 r. władze chińskie zmieniły nastawienie z restrykcyjnego na stymulacyjne, obniżając wskaźniki rezerw obowiązkowych i zwiększając wydatki budżetowe. Istotniejsze jest to, że władze próbują rewitalizować sektor prywatny. Obniżono stawki podatków od osób fizycznych i prawnych a Prezydent Xi jeździ po kraju, bierze udział w konferencjach z szefami firm i wysyła wyraźny sygnał, że sektor prywatny jest kluczem do pobudzenia gospodarki. Western Asset uznaje to za istotny komunikat wspierający sektor prywatny, który w dłuższym okresie może mieć ogromne znaczenie. Chińska gospodarka wydaje się sensownie zmieniać: ograniczane jest uzależnienie od eksportu a popyt wewnętrzny zyskuje większe znaczenie. Plany Chin zakładają konkutowanie ze Stanami Zjednoczonymi, więc kraj ten nie może okazać słabości przy pierwszej podwyżce cel przez Donalda Trumpa, a prawdopodobnie bodźce stymulacyjne będą kontynuowane.

### **Głównym czynnikiem ryzyka są napięcia w stosunkach handlowych**

Napięcia w stosunkach handlowych są niesprzyjające i pojawiły się w newralgicznym momencie, jeśli chodzi o perspektywy globalnego wzrostu. W Western Asset nie spodziewano się wzrostu napięć handlowych, które wystąpiły w ciągu ostatnich paru tygodni.

Firma nadal uważa, że w interesie obu państw leży zawarcie porozumienia handlowego. Jedną z interpretacji chińskiej reakcji na niedawne komentarze Trumpa mówi, że władze chińskie są raczej pewne, iż nie nastąpi załamanie wzrostu i dlatego mają determinację do stawiania oporu. Zakończenie tych napięć handlowych byłoby dla rynków istotnym pozytywnym sygnałem.

Wojna handlowa (cła) wciąż kładzie się cieniem na sytuacji a nieprzewidywalność ścieżki negocjacyjnej spowodowała obniżenie nakładów na inwestycje oraz cen aktywów (z uwagi na wyższe premie za ryzyko). Negocjowanie umowy mogłoby potrwać kilka miesięcy; jej celem w krótszym okresie byłoby zmniejszenie deficytu handlowego w stosunkach USA z Chinami a w dłuższym terminie — ochrona praw własności intelektualnej, udział w rynku technologii itd.

### **Rynki wschodzące są wciąż pozostają perspektywiczne**

Przesłanką skupienia się na instrumentach dłużnych z rynków wschodzących jest przekonanie o utrzymaniu stabilnego globalnego wzrostu. Z jednej strony scenariusze ryzyka przewidują niespodziewanie niski globalny wzrost. Z drugiej strony, scenariusz zbyt szybkiego wzmocnienia się wzrostu również nie byłby korzystny. W tym scenariuszu gospodarka amerykańska się umacnia, rośnie dochodowość amerykańskich obligacji skarbowych, FED wznawia podwyżki stóp i umacnia się dolar. Rok 2018 był pod tym względem szczególny, bo nastąpiła wówczas koniunkcja najgorszych okoliczności tych dwóch scenariuszy. Osłabienie w Chinach, superdoładowana gospodarka amerykańska i napięcia handlowe.

Należy rozważnie szacować ryzyko inwestycji na rynkach wschodzących, ale wyceny instrumentów dłużnych rynków wschodzących w walutach lokalnych są — na tle rynków rozwiniętych — bardzo atrakcyjne. Ostatnie 5 lat to okres znacznego osłabienia się walut rynków wschodzących; ich wyceny osiągnęły wartości skrajnie zgodnie ze skrajnie pesymistycznym scenariuszem. Jednak wyceny z innych obszarów rynku obligacji nie uwzględniają podobnie pesymistycznego scenariusza. Pytanie

brzmi: czy te wyceny znajdują uzasadnienie w perspektywach gospodarczych? Western Asset uważa, że nie.

Potencjał poprawy sytuacji może pochodzić z różnych obszarów: napięcia handlowe mogą słabnąć, wzrost może być wyższy niż w pesymistycznych przewidywaniach ujętych w wycenach a polityka banków centralnych może być bardziej gołębia. Jeśli podstawowy scenariusz Western Asset dotyczący globalnego wzrostu się ziści a FED utrzyma swoje gołębie nastawienie, banki centralne rynków wschodzących będą mieć pole do luzowania, zważywszy na sytuację inflacyjną w regionie. A zatem, poza atrakcyjnymi poziomami kuponów dostępnych dla inwestujących na lokalnych rynkach wschodzących, istnieje także potencjał kompresji stóp.

### **EBC popełnił błąd, wprowadzając ujemne stopy**

Ken Leech uważa, że europejski eksperyment z ujemnymi stopami procentowymi nie powiódł się w dużej mierze z powodu jego wpływu na banki. Zdaniem Western Asset banki centralne powinny utrzymać zerowe stopy procentowe i stosować luzowanie polityki pieniężnej dla celów stymulacji, a więc tak jak postępował amerykańska Rezerwa Federalna.

Zamierzeniem EBC było krótkotrwale wprowadzenie ujemnych stóp procentowych i superdoładowanie gospodarki — uzyskanie wzrostu i szybki powrót do stóp powyżej zera. Krótkoterminową uciążliwość ujemnych stóp miał zdecydowanie zrekompensować wyraźniejszy wzrost. Tak się oczywiście nie stało a długoterminowe ujemne stopy dla banków okazały się mieć efekt przeciwny do zamierzonego. De facto jest to podatek bankowy.

EBC ma obecnie do wyboru następujące możliwości pobudzania wzrostu: dalsze obniżenie ujemnych stóp procentowych albo zdecydowanie się na dalsze luzowanie polityki pieniężnej i inne środki. Western Asset uważa, że lepszym wyborem jest luzowanie wraz z innymi, bardziej kreatywnymi środkami wspierania banków. EBC zdaje sobie z tego sprawę, stąd wdrażanie i rozważanie innych środków (m.in. TLTRO). Jednakże, inwestorzy oczekują jeszcze szerszego działania stymulacyjnego w poczynaniach ECB.

### **Jak fundusz Macro Opportunities zarządzał czasem trwania obligacji podczas podwyżek stóp z ostatnich 2 miesięcy?**

Chcąc chronić portfel przed ryzykiem, Western Asset utrzymuje pozycję w obligacjach amerykańskich jako zabezpieczenie przed niekorzystnymi warunkami dla produktów spreadowych. Spadek rentowności obligacji rządowych może przemawiać za skróceniem czasu trwania, chciano jednak zachować część długich pozycji w czasie trwania w roli balastu stabilizującego pozycje w ryzykownych aktywach. Jest to zabezpieczenie w razie scenariusza spowolnienia wzrostu.

W warunkach niskiej inflacji Western Asset od dawna uważa, że amerykańskie obligacje skarbowe są instrumentem dywersyfikacji w grupie produktów spreadowych. Nie sprawdziło się to w 2018 roku, bo wyceny rynkowe zaczęły uwzględniać warunki wysokiej inflacji. Podejście to okazało się jednak niesłuszne i pod koniec 2018 roku powrócono do dyskontowania scenariusza niskiej inflacji.

Długa ekspozycja na obligacje amerykańskie nadal obejmuje krótki i długi koniec krzywej dochodowości. Krótki koniec krzywej powinien być zabezpieczeniem w razie rozzaczarującego wzrostu, gdy Fed będzie zmuszony wyraźniej łagodzić politykę pieniężną. Z kolei na długi koniec

krzywej oddziałuje uwzględnienie przez rynki oczekiwań inflacyjnych wynikających z przewidywań, że Fed szybko wprowadzi środki łagodzące. Western Asset nie uważa tego za uzasadnione.

### **Jakie jest uzasadnienie utrzymywania krótkiej pozycji w obligacjach Bund?**

Krótką pozycję w niemieckich obligacjach wynika z braku fundamentalnego uzasadnienia obecnych poziomów rentowności i reakcji EBC, który wykazuje gołębie nastawienie i dąży do wspierania wzrostu. Pozycję w niemieckich obligacjach należy interpretować w powiązaniu z długą pozycją w amerykańskich obligacjach skarbowych i peryferyjnymi krajami Europy. Gołębie stanowisko EBC powinno nie tylko sprzyjać wzrostowi rentowności "bundów", ale także przełożyć się na dalszą redukcję różnicy rentowności walorów z peryferyjnych krajów Europy i z Niemiec.

Zdaniem Western Asset wzrost nie musi się istotnie poprawić ani stopy procentowe nie muszą być zerowe, żeby rozpoczęła się wyprzedaż obligacji rządowych z centralnych krajów Europy. Pod koniec zeszłego roku obserwowaliśmy tego dowody, gdy stopy procentowe były ujemne, dane z europejskiej gospodarki nie były najlepsze, a obligacje niemieckie notowano na poziomie +50 punktów bazowych.

### **WAŻNE INFORMACJE - PRZECZYTAJ UWAŻNIE**

Legg Mason Western Asset Macro Opportunites Bond Fund jest subfunduszem bazowym ESALIENS Subfunduszu Makrostrategii Papierów Dłużnych.

Informacje na temat ESALIENS Subfunduszu Makrostrategii Papierów Dłużnych („subfundusz”), wydzielonego w ramach ESALIENS Parasol Zagraniczny SFIO („fundusz”), zawarte są w prospekcie informacyjnym, w kluczowych informacjach dla inwestorów oraz w informacji dla klienta w postaci jednolitego dokumentu, które są dostępne na stronie internetowej [www.esaliens.pl](http://www.esaliens.pl), w określonych punktach dystrybucji funduszu, jak również w formie pisemnej w siedzibie funduszu (Warszawa, ul. Bielańska 12). Prospekt informacyjny funduszu, kluczowe informacje dla inwestorów oraz informacja dla klienta w postaci jednolitego dokumentu zawierają informacje niezbędne do oceny inwestycji, wskazują ryzyko uczestnictwa w funduszu, koszty, opłaty i informacje o podatkach. Przed zainwestowaniem w subfundusz należy zapoznać się z kluczowymi informacjami dla inwestorów, dotyczącymi wybranej kategorii jednostki uczestnictwa subfunduszu, jak również z prospektem informacyjnym funduszu i informacją dla klienta w postaci jednolitego dokumentu. Dotychczasowe wyniki subfunduszu nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Wyniki subfunduszu nie uwzględniają podatku od dochodów kapitałowych oraz opłat związanych z nabywaniem jednostek uczestnictwa. Indywidualna stopa zwrotu zależy od dnia nabycia oraz odkupienia jednostek uczestnictwa, a także od wielkości pobranych opłat manipulacyjnych i wysokości należnego podatku. Fundusz nie gwarantuje realizacji założonego celu inwestycyjnego subfunduszu, ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Uczestnik funduszu musi liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części wpłaconych środków. Fundusz lokuje aktywa subfunduszu głównie w lokaty inne niż papiery wartościowe (z zastrzeżeniem tytułów uczestnictwa funduszy zagranicznych) lub instrumenty rynku pieniężnego. Fundusz lokuje aktywa subfunduszu głównie w tytuły uczestnictwa subfunduszu Legg Mason Western Asset Macro Opportunites Bond Fund, wyodrębnionego w ramach Legg Mason Global Funds plc. Subfundusz bazowy, stanowiący podstawowy przedmiot lokat, określony jest w prospekcie informacyjnym funduszu. Niniejszy materiał ma wyłącznie charakter biznesowy, a wykresy, diagramy i zestawienia w nim zawarte należy traktować jako ilustrację, nie prognozę. Materiał ten nie stanowi oferty w rozumieniu Kodeksu cywilnego ani oferty publicznej w rozumieniu ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, doradztwa inwestycyjnego, innego rodzaju doradztwa, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego, jak również innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną. Źródło danych w części dotyczącej subfunduszu bazowego – oficjalne materiały tego subfunduszu, stan na dzień sporządzenia niniejszego materiału. ESALIENS TFI SA, które zarządza funduszem ESALIENS Parasol Zagraniczny SFIO, działa na podstawie decyzji z dnia 18.06.1998 r., wydanej przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd.