

## Alokacja aktywów

### Nasze przekonania

PHILIPPE ITHURBIDE, Szef ds. Badań, Strategii i Analiz na Świat

Na froncie makroekonomicznym nie nastąpiły żadne znaczące zmiany w stosunku do ostatniego miesiąca — zamiast tego mieliśmy raczej potwierdzenie trendów, które zostały już uwzględnione w naszej alokacji aktywów. Zauważyliśmy jednak kilka kluczowych kwestii:

- W większości krajów utrzymuje się solidny wzrost gospodarczy, który nadal napędzany jest przez krajową konsumpcję — tym razem jednak towarzyszy temu niewielki wzrost inwestycji (zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych, strefie euro i Japonii) oraz handlu zagranicznego (głównie w Azji). Szczególnie uważnie przyglądaliśmy się Brazylii i Rosji — dwóm krajom, które od pewnego czasu przeważamy. Ostatni miesiąc umocnił nasze przekonania. Obydwa kraje nie tylko od kilku miesięcy kontynuują wychodzenie z recesji, lecz również odnotowują spadek inflacji, dający bankom centralnym jeszcze więcej swobody w zakresie wspierania aktywności gospodarczej.
- Fed raz jeszcze przygotowuje rynki do podwyżki stóp, która nastąpi najprawdopodobniej w marcu. Rezerwa Federalna niewątpliwie podniesie swoje stopy dwukrotnie w 2017 r. i po raz pierwszy od czasu kryzysu finansowego jej decyzje będą zgodne z jej własnymi prognozami — nie ze względu na rosnące tempo podwyżek stóp, lecz po prostu ze względu na zdecydowaną korektę ambitnych planów w tym zakresie. Obecna sytuacja niemal w niczym nie przypomina etapów normalizacji monetarnej z okresu od lutego 1995 do lutego 1996 (300 p.b. w ciągu roku) lub od czerwca 2004 do czerwca 2006 (+425 p.b. w ciągu dwóch lat, czyli +25 p.b. co czesć tygodni).
- Rynki nadal bardzo uważnie obserwują sytuację polityczną w Stanach Zjednoczonych, gdzie w ostatnich tygodniach przewagę mają raczej zwolennicy rozsądnych posunięć — Donald Trump ograniczył waleczną retorykę, zwłaszcza w odniesieniu do Chin i Japonii. Czy prezydent Stanów Zjednoczonych mógłby posunąć się nawet do rezygnacji z oskarżania Chin o manipulowanie kursem wymiany juana? Gdyby się na to zdecydował, z pewnością byłby to krok naprzód. Niewątpliwie trwająca już od ponad 10 lat szybka aprecjacja RMB w stosunku do USD oraz w kategoriach efektywnych pokazuje, jak niewiele sensu mają krytyczne uwagi Trumpa. Obecna słabość chińskiej waluty (deprecjację pogłębiają obawy związane z clam i utrzymujące się miesiąc w miesiąc od ponad dwóch lat odpływy kapitału netto, jak również zaostrzone w styczniu mechanizmy kontroli przepływu kapitału) pozostaje w sprzeczności z tym, co zamierza zwalczać amerykańska administracja. Obecnie jest wysoce prawdopodobne, że Trump zrezygnuje zarówno z podwyżki cel, jak i ze swojej propozycji podatku granicznego. To raczej nic zaskakującego, ponieważ nigdy nie był to nasz scenariusz bazowy. Mamy również świadomość, że trudno będzie wdrożyć środki, które poważnie zagroziłyby publicznym finansom — jest jednak wysoce prawdopodobne, że ambitne programy infrastrukturalne i cięcia podatkowe zostaną wprowadzone w życie. Pytanie wiąże się jedynie z tym, jak bardzo będą ambitne. Środki fiskalne zostaną ogłoszone w ciągu dwóch lub trzech tygodni, które zasadniczo mogą okazać się przełomowe. Przewidujemy w szczególności obniżkę podatku od osób prawnych z 33% do — prawdopodobnie — 20%. Byłoby to posunięcie o znaczeniu większym niż symboliczne — z kilku powodów: i) po pierwsze, Stany Zjednoczone mają jedną z najwyższych na świecie stawek podatku dochodowego od osób prawnych; ii) ponieważ skutkiem zastosowania takiego środka byłoby ułatwienie i promowanie repatriacji zysków; a ponadto iii) ponieważ spowodowałoby to również repatriację planowanych inwestycji do Stanów Zjednoczonych. Wziąwszy pod uwagę obecną trudną sytuację na rynku pracy, środek taki bez wątpienia spowodowałby wzrost oczekiwań dotyczących płac. Obniżenie podatków byłoby niewątpliwie bardziej popularne niż podwyższenie taryf celnych. Niższe podatki pobudzają krajowy rozwój gospodarczy, podczas gdy wyższe taryfy zaszkodziłyby globalnemu handlowi (który już się załamuje) jeszcze bardziej, a nawet stworzyłyby zagrożenie działaniami odwetowymi ze strony innych krajów (ryzyko dewaluacji juana?).
- Mimo iż w Stanach Zjednoczonych sprawy nieco się uspokoiły, w rzeczywistości nie można tego powiedzieć o sytuacji politycznej w Europie. Pojawił się dodatkowy stres związany głównie z francuskimi wyborami. Francja znajduje się (delikatnie mówiąc) w centrum zainteresowania, mimo iż w krajach strefy euro zaplanowano również inne ważne wybory. Obecnie wiemy, że wybory powszechne we Włoszech nie odbędą się przed drugim półroczem, jak również że — wziąwszy pod uwagę typowy proces



W większości krajów utrzymuje się solidny wzrost gospodarczy, który nadal napędzany jest przez krajową konsumpcję



Fed raz jeszcze przygotowuje rynki do podwyżki stóp, która nastąpi najprawdopodobniej w marcu



Środki fiskalne zostaną ogłoszone w ciągu dwóch lub trzech tygodni, które zasadniczo mogą okazać się przełomowe



marzec 2017

przenoszenia głosów (jako iż nie występuje tu ogólna tendencja do odrzucania partii „ekstremistycznych”) — ryzyko wygrania wyborów przez Ruch Pięciu Gwiazd Beppe Grillo jest raczej wysokie (tak jak stało się to w wyborach samorządowych w Rzymie i Turynie). Należy jednak pamiętać — a jest to dość istotne — że mimo iż Grillo jest antyeuropejski, co do tej kwestii nie ma konsensusu nie ma nawet w obrębie jego własnej partii. Ponieważ Matteo Renzi, poprzedni premier, ostatnio zrezygnował z funkcji przewodniczącego Partii Demokratycznej, będzie ona musiała zebrać siły przed wyborami — a to z pewnością zwiększa niepewność na ostatnim etapie wyborczego wyścigu. W Niemczech, gdzie wybory zaplanowane są na najbliższą jesień, CDU pod przewodnictwem Angeli Merkel i SPD pod wodzą Martina Schulza (byłego przewodniczącego Parlamentu Europejskiego) zdecydowanie wyprzedzają pozostałe partie i obecnie „idą łeb w łeb” — na każdą z nich chce głosować po 30% wyborców (zaledwie dwa miesiące temu CDU miała 30% poparcia, a SPD 20%). Nie ma ryzyka dla UE, ponieważ obydwójce kandydatów ją popiera. We Francji sprawy są bardziej skomplikowane, z co najmniej trzech powodów: (i) ponieważ aliansy są tam właśnie finalizowane: Zieloni (Yannick Jadot) dołączyli do Socjalistów (Benoit Hamon), a centroprawicowa partia MoDem (Francois Bayrou) dołączyła do ruchu „En marche” Macrona; (ii) kandydatura François Fillona staje się coraz bardziej skomplikowana; i wreszcie (iii) ponieważ w przypadku gdy Marine Le Pen (Front Narodowy) wygra mimo niewielkich szans i przeniesienia głosów przeciwko Le Pen do drugiej tury, najprawdopodobniej nie uzyska większości w wyborach parlamentarnych. Może to być największe źródło ryzyka — pat po wyborach powszechnych (patrz: „temat miesiąca”, strona 7).

Podsumowując, pozostajemy przy pozycjonowaniu portfela, które przedstawiliśmy w ubiegłym miesiącu (więcej szczegółów w poprzednim numerze), choć wprowadzamy do niego kilka modyfikacji:

- Niewielkie przeważenie akcji europejskich w tym momencie, ale z perspektywą hossy w Stanach Zjednoczonych, gdy ogłoszone zostaną wspomniane powyżej środki fiskalne. Należy zauważyć, że w przypadku trudności politycznych w Europie dolar będzie ulegał dalszej aprecjacji (występuje argument za hedgingiem makroekonomicznym, którego nie należy ignorować).
- Europejskie stopy długoterminowe zależą oczywiście od wskaźników aktywności gospodarczej (które obecnie są stosunkowo solidne, również w Europie) oraz wskaźników inflacji (które nieznacznie rosną) — przede wszystkim jednak będzie mieć na nie wpływ rozwój sytuacji w zakresie polityki Donalda Trumpa oraz europejskich wyborów (zwłaszcza francuskich). Ostatni z czynników jest kluczowy i skłania do ostrożności.
- Przeważanie akcji w stosunku do obligacji skarbowych. Nasz optymizm stopniowo powraca, jako że zyski rosną, a połączenie solidnego rozwoju gospodarczego i wyższej inflacji jest dobrą wiadomością. Europa mogłaby ostatecznie wypłacać się z problemów (euro, stopa dywidend, wycena, przyszłe zyski, polityka dywidend, niższa niż gdziekolwiek indziej stopa progowa itp.).
- Przeważanie obligacji korporacyjnych (zwłaszcza klasy inwestycyjnej) w stosunku do obligacji skarbowych. Należy jednak pamiętać, że obligacje amerykańskie ze względu na wzrost poziomu zadłużenia krajowych firm są bardziej wrażliwe od swoich europejskich odpowiedników na wszelkie podwyżki stóp procentowych.
- Mniejsza ekspozycja na dług z państw peryferyjnych strefy euro oraz dług państw zbliżonych do jej rdzenia (głównie Francji i Holandii).
- Z powrotem do amerykańskich obligacji skarbowych czekamy na lepsze poziomy. Należy pamiętać, że amerykańskie obligacje skarbowe są atrakcyjne w szczególności ze względu na stwarzane okazje do carry trade, jak również ze względu na swoją naturalną przydatność w przypadku hedgingu makroekonomicznego w sytuacji problemów na rynkach wschodzących lub w Europie.
- Nie należy stawiać na gwałtowny wzrost rentowności obligacji długoterminowych w strefie euro, jednak nie spodziewamy się również, że będą one trwale spadać — przynajmniej do francuskich wyborów.
- Obligacje indeksowane inflacją uważane są za atrakcyjne ze względu na swoje skrajnie niskie wyceny oraz istotne niedoważenie w portfelach i dlatego zdecydowaliśmy się powrócić do nich w I kwartale 2016 r. ze względu na ich potencjał w zakresie hedgingu makroekonomicznego. Obecnie inwestujemy w nie z powodów bardziej związanych z ich własnymi czynnikami fundamentalnymi, w tym cyklem inflacji oraz wyższymi cenami ropy naftowej (w przypadku krótkoterminowych obligacji indeksowanych inflacją).

“

Francja: największym ryzykiem jest polityczny pat po wyborach powszechnych ”

“

Mniejsza ekspozycja na dług z państw peryferyjnych strefy euro oraz dług państw zbliżonych do jej rdzenia (głównie Francji i Holandii) ”

“

Nie należy stawiać na gwałtowny wzrost rentowności obligacji długoterminowych w strefie euro, jednak nie spodziewamy się również, że będą one trwale spadać — przynajmniej do francuskich wyborów. ”

”

marzec 2017

- Nadal stopniowo powracamy na rynki wschodzące, jednak wciąż preferujemy dług denominowany w twardej walucie w stosunku do długu w walutach lokalnych. Rynki wschodzące ciągle oferują sporo wartości średnioterminowej. Atrakcyjne wyceny, często niedowartościowane waluty, istotne niedoważenia w portfelach, potencjalnie wysokie napływy kapitału — wszystko to sprawia, że nasze nastawienie jest optymistyczne.
- Utrzymujemy naszą długą pozycję na USD. USD prawdopodobnie skorzysta na decyzjach monetarnych Fedu oraz zbliżających się zmianach w zakresie polityki monetarnej.
- Nadal z wielką ostrożnością podchodzimy do GBP. Brexit stanowi ryzyko o asymetrycznym charakterze, a nawet najbardziej naturalny czy najprostszy wpływ tego faktycznego bądź domniemanego czynnika ryzyka odbije się na walucie. GBP jest też atrakcyjny w kontekście hedgingu makroekonomicznego w przypadku jakichkolwiek turbulencji w strefie euro. Naszym zdaniem to właśnie jest najbardziej atrakcyjnym atutem GBP.
- Euro prawdopodobnie pozostanie bardziej zmienne niż zwykle. Sondaże i francuskie wybory, które podsycają obawy dotyczące możliwości wyboru partii antyeuropejskiej, najprawdopodobniej osłabiłyby euro w istotnym stopniu i w długim terminie.
- Waluty takie jak SEK czy NOK raz jeszcze stają się atrakcyjną opcją: są to środki płatnicze krajów, które nie tylko nie należą do Europejskiej Unii Monetarnej czy UE, lecz również wydają się obecnie istotnie niedowartościowane dzięki (być może przesadnie) dostosowawczym politykom monetarnym.
- Utrzymujemy również nasze strategie hedgingu makroekonomicznego. Globalny kontekst geopolityczny, napięcia dyplomatyczne między Stanami Zjednoczonymi i niektórymi ważnymi krajami (przede wszystkimi Chinami) oraz otoczenie polityczne w Europie wymagają wdrożenia pewnych zabezpieczeń. W tym kontekście szczególnie atrakcyjne są rynki amerykańskich obligacji skarbowych, zmienność, USD, gotówka oraz obligacje indeksowane inflacją. Ci, którzy sądzą, że sprawy mogłyby naprawdę zejść na psy, powinni zdecydować się na nieco długoterminowej ekspozycji na złoto.

“ Utrzymujemy naszą długą pozycję na USD ”

“ Euro: raczej słabe i zmienne ”

“ SEK i NOK są obecnie dobrymi alternatywami dla euro ”

**Poniższa tabela zawiera podsumowanie naszej alokacji aktywów w portfelach obligacji, akcji i mieszanych.**

**Typ portfela**

> Portfele akcji	> Portfele obligacji	> Portfele zdywersyfikowane
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Preferować akcje ze strefy euro w stosunku do Stanów Zjednoczonych</li> <li>• Sektory europejskie:                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- Przeważenie: ochrona zdrowia</li> <li>- Pozycja neutralna: fundusze REIT</li> <li>- Niedoważenie: banki greckie i portugalskie</li> </ul> </li> <li>• Sektory w USA:                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- przeważenie sektorów cyklicznych, finansów, małej i średniej kapitalizacji (krajowe motywy inwestycyjne)</li> <li>- niedoważenie motywów opartych na globalnym handlu i przedsiębiorstwach użyteczności publicznej</li> </ul> </li> <li>• Rynki wschodzące: globalna ostrożność. W obrębie rynków wschodzących:                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- Przeważenie: Indie, Peru, Filipiny, Rosja, Meksyk</li> <li>- Niedoważenie: Tajwan, Grecja, Turcja, RPA, Korea Południowa</li> </ul> </li> <li>- Pozycja neutralna: Chiny</li> <li>• Zdecydowana redukcja pozycji na walutach rynków wschodzących</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nieznaczne niedoważenie aktywów ryzykownych</li> <li>• Niedoważenie na obligacjach skarbowych USA</li> <li>• Redukcja przeważenia na obligacjach nieskarbowych w euro</li> <li>• Przeważenie na obligacjach nieskarbowych w Stanach Zjednoczonych</li> <li>• Pozycja długa na europejskim sektorze finansowym (jednak z zachowaniem selektywnego podejścia)</li> <li>• Zapadalność: globalnie neutralna do krótkiej, z przeważeniem krótkiej w przypadku segmentów oprocentowanych ujemnie</li> <li>• Krótka zapadalność na USD, GBP i JPY</li> <li>• Pozycja długa na obligacjach indeksowanych inflacją w USD i EUR</li> <li>• Dług rynków wschodzących:                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- preferować dług w twardych walutach (pozycja długa na USD)</li> <li>- niedoważenie komponentu długu w walutach lokalnych</li> </ul> </li> <li>• Pozycja długa na USD w stosunku do EUR i JPY</li> <li>• Kilka długich pozycji na walutach eksportujących surowce rynków wschodzących</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Długie pozycje na czynniku „wartości” i europejskim sektorze finansowym</li> <li>• Ogólnie pozytywne podejście do japońskich akcji (z zabezpieczeniem przed zmianą kursu jena)</li> <li>• Kilka pozycji długich na walutach, długu i akcjach rynków wschodzących</li> <li>• Zdecydowanie preferować dług rynków wschodzących denominowany w twardych walutach</li> <li>• Utrzymać przeważenie obligacji z krajów peryferyjnych strefy euro w stosunku do rdzenia</li> <li>• Utrzymać długą pozycję na obligacjach skarbowych USA (dla celów carry trade i hedgingu makroekonomicznego)</li> <li>• Obligacje przedsiębiorstw: pozytywne podejście zarówno do wysokodochodowych, jak i do inwestycyjnych, zwłaszcza w USA</li> <li>• Pozytywne podejście do inflacji progowej (wszystkie regiony)</li> </ul>

## Alokacja aktywów

### Temat miesiąca

#### Francuskie wybory prezydenckie: analiza sytuacji i bieżących problemów

PHILIPPE ITHURBIDE, Szef ds. Badań, Strategii i Analiz na Świat

Francuskie wybory stanowią poważny problem dla rynków finansowych, ponieważ stanowią one podsumowanie bieżących trendów: wzrostu znaczenia partii skrajnej prawicy w krajach z rdzenia Europejskiej Unii Monetarnej (bądź skrajnej lewicy w krajach z jej peryferii), rosnącej dezaprobaty dla establishmentu, pokus związanych z protekcjonizmem, wrogości wobec Europy i/lub instytucji europejskich, walki z nierównościami, debaty w sprawie podziału wartości dodanej (pracownicy kontra udziałowcy) i wielu innych zjawisk. Wybór kandydata antyunijnego lub kandydata chcącego zreformować Unię bądź opuścić ją w przypadku niepowodzenia reform (czyli na przykład Marine le Pen or Jean-Luca Mélenchona) jest obecnie postrzegany jako głos za kontynuacją Brexitu czy wyborem Donalda Trumpa w Stanach Zjednoczonych.

Nie jest to nasz scenariusz bazowy, jednak założenie, że premie za ryzyko (spready obligacji w stosunku do Niemiec, zmienność, CDS-y...) utrzymają się na wysokim poziomie do momentu gdy sytuacja stanie się bardziej jasna, wydaje się uzasadnione. Przypomnijmy również — a jest to bardzo istotne — że głosowanie za Brexit i amerykańskie wybory miały charakter jednolity: zwycięska opcja wymagała uzyskania większości już w pierwszym, a zarazem ostatnim głosowaniu. Bynajmniej nie można tego powiedzieć o wyborach francuskich, gdzie druga tura prawdopodobnie doprowadzi do całkowitego przetasowania. **Zwycięzca pierwszej tury nie ma pewności, że wygra turę drugą: aliansy i transfery głosów zawsze mają znaczenie.** Jednym z celów tej notki jest szczegółowe wyjaśnienie całego procesu oraz przedstawienie występujących scenariuszy.

Przypomnijmy, że mamy do czynienia ze zbiegiem czterech terminów wyborczych:

- wybory prezydenckie (w niedzielę, 23 kwietnia, oraz niedzielę, 7 maja 2017 r.); a także
- wybory powszechne (w niedzielę, 11 czerwca, oraz niedzielę, 18 czerwca), w których nastąpi wymiana 577 członków Parlamentu.

#### Kandydaci we francuskich wyborach prezydenckich

Obecnie istnieje ponad 50 osób, które na poważnie lub nieco dla żartu twierdzą, że chcą wystartować w wyborach prezydenckich. Nie jest to jednak takie proste, ponieważ każda z nich musi zebrać wymagane poparcie. Aby móc wystartować, kandydat musi mieć co najmniej 500 podpisów funkcjonariuszy wybieralnych z co najmniej 30 różnych departamentów (przy limicie co najwyżej 50 podpisów, czyli 10%, na departament). Poparcie dla zgłoszenia mogą wyrazić wyłącznie funkcjonariusze wybieralni, czyli burmistrzowie (warto wspomnieć, że we Francji jest 36 tysięcy gmin), deputowani, senatorzy, członkowie Parlamentu Europejskiego, radni regionalni, radni generalni, jak również członkowie Zgromadzenia Korsykańskiego oraz członkowie Zgromadzeń Zamorskich. Łącznie uprawnionych do złożenia podpisu jest ponad 47 tysięcy osób. Listę 500 głosów poparcia można składać najpóźniej do 17 marca do godziny 18:00. Podobnie jak w przypadku każdego z wyborów prezydenckich, oficjalnych kandydatów będzie około tuzina — niektórzy nie uzyskają wymaganego poparcia, a inni wycofują się na rzecz kandydatów z większymi szansami na wygraną.

Spośród zróżnicowanych osobowości, które oficjalnie zadeklarowały swoje kandydatury, osiem sprostało wyzwaniu i uzyskało wymaganych 500 podpisów. Na dzień 14 marca są to (w kolejności alfabetycznej):

**Nathalie ARTHAUD**, oficjalna kandydatka „Lutte Ouvrière”, skrajnej lewicy (0,56% głosów w I turze wyborów prezydenckich 2012), 46 lat.

## Podsumowanie

Francuskie wybory stanowią poważny problem dla rynków finansowych, ponieważ stanowią one podsumowanie bieżących trendów: wzrostu znaczenia partii skrajnej prawicy w krajach z rdzenia Europejskiej Unii Monetarnej (bądź skrajnej lewicy w krajach z jej peryferii), rosnącej dezaprobaty dla establishmentu, pokus związanych z protekcjonizmem, wrogości wobec Europy i/lub instytucji europejskich, walki z nierównościami, debaty w sprawie podziału wartości dodanej (pracownicy kontra udziałowcy) i wielu innych zjawisk.

Sam fakt zasadności rozważań nad skutkami wyboru kandydata antyeuropejskiego lub zamierzającego zreformować UE bądź ją opuścić prawdopodobnie wygeneruje niepewność, zmienność i szkody na rynkach finansowych (słabość euro, rosnące spready stóp procentowych w stosunku do Niemiec, wzrost cen CDS-ów...). Należy zauważyć, że opuszczenie UE jest procesem złożonym, zaś Frexit poważnie uszkodziłby (lub wręcz zniszczył) konstrukcję Unii. Nie jest to nasz scenariusz, jednak musimy przyznać, że prawdopodobieństwo eliminacji napięć przed ogłoszeniem wyników wyborów jest praktycznie zerowe.



Francuskie wybory stanowią poważne źródło obaw dla rynków finansowych, ponieważ są odzwierciedleniem bieżących trendów





marzec 2017

**François ASSELINEAU**, założyciel partii Union Populaire Républicaine (UPR), delegat generalny ds. wywiadu gospodarczego w Ministerstwie Gospodarki i Finansów w latach 2004–2006, 59 lat.

**Nicolas DUPONT-AIGNAN**, kandydat partii „Debout La France” (1,79% głosów w I rundzie wyborów prezydenckich 2012), 55 lat.

**François FILLON**, oficjalny kandydat partii „Les Républicains”, były premier (2007–2012), były minister szkolnictwa wyższego i nauki, były minister ds. technologii informatycznych i poczty, były minister spraw społecznych, były minister edukacji (za czasów prezydentury Jacquesa Chiraca i Nicolasa Sarkozy'ego), 62 lata.

**Benoît HAMON**, oficjalny kandydat Partii Socjalistycznej, były minister odpowiedzialny za gospodarkę socjalną i solidarność, były minister edukacji (w okresie prezydentury François Hollande'a), 49 lat.

**Marine LE PEN**, kandydatka Frontu Narodowego (17,90% w I turze wyborów prezydenckich 2012), skrajna prawica, 48 lat.

**Emmanuel MACRON**, ruch „En Marche!”, były minister gospodarki François Hollande'a, 38 lat.

**Jean-Luc MELENCHON**, prezes lewicowej partii zwanej od niedawna „France insoumise” (w I turze wyborów prezydenckich w 2012 zajął czwartą pozycję, uzyskując 11,1% głosów), były wiceminister ds. oświaty zawodowej w rządzie Lionela Jospina, 65 lat.

Łącznie zaledwie 5 kandydatów ma szansę zdobyć ponad 10% głosów w I rundzie wyborów prezydenckich: Marine Le Pen i François Fillon na prawicy oraz Benoît Hamon, Emmanuel Macron i Jean-Luc Mélenchon na lewicy.

W przypadku partii prawicowych François Fillon (którego kandydatura jest obecnie skomplikowana) i Marine Le Pen nie zgadzają się w zakresie wielu tematów, w tym stosunku do Unii Europejskiej, protekcjonizmu i polityki imigracyjnej, a wszelkie alianse związane z drugą turą wyborów są niemożliwe.

Temat lewicy jest jeszcze bardziej skomplikowany: z trzema dotychczas zgłoszonymi kandydatami oraz dwoma kandydatami skrajnie lewicowymi jest to najbardziej rozczłonkowany obszar krajobrazu politycznego. Występować będzie jednak trzech znaczących kandydatów reprezentujących trzy stosunkowo tradycyjne nuty polityczne:

- Zwolennicy „mocnego uderzenia”, reprezentowani przez skrajną lewicę i domagający się radykalnych zmian. Rzecznikiem wspomnianego „mocnego uderzenia” jest Jean-Luc Mélenchon, jednak do grupy tej można zaliczyć również innych kandydatów, takich jak Philippe Poutou czy Nathalie Arthaud.
- Zwolennicy państwa dobrobytu, których rozwiązania szybko i poważnie zagrożą równowadze finansowej oraz budżetowej. Z pewnością stanowili oni polityczny fundament François Mitterranda i François Hollande'a, a obecnie z ich grona rekrutują się wyborcy Benoît Hamona.
- Zwolennicy konkurencyjności zarówno przedsiębiorstw, jak i rządów. Choć nurt ten występował od zawsze, od wielu dekad ma też charakter wyłącznie niszowy. Jego przedstawicielem jest dziś Emmanuel Macron, który przypomina nam o intelektualnej wolcie niemieckiej partii SPD z roku 1959, kiedy to za właściwy cel uznano „możliwie jak największą rynkową, a państwa tylko tyle, ile to konieczne”. Wielu zwolenników lewicy, którym dla odmiany zależy na bardziej wyraźnym skrucie Partii Socjalistycznej w lewo, nie znajduje w tym programie politycznym niczego dla siebie, traktując go jako pod pewnymi względami zbliżony do programu konserwatywnej prawicy François Fillona. Macron przypomina również o Tonym Blairze (byłym laburzystowskim premierze Wielkiej Brytanii), który często wspominał, iż „gospodarka nie jest ani prawicowa, ani lewicowa... jest tylko to, co się sprawdza, i to, co nie działa”.

Niezależnie od wspomnianych podziałów trzeba powiedzieć sobie jasno: **wyzwanie związane z wszystkimi zbliżającymi się wyborami krajowymi (w Holandii, we Włoszech, we Francji i w Niemczech) dotyczy dalszego trwania integracji europejskiej**. Wśród wszystkich kandydatów we francuskich wyborach prezydenckich jedynie Marine Le Pen (Front Narodowy, nacjonalistyczna partia skrajnej prawicy) oraz Jean-Luc Mélenchon („France Insoumise”, partia zbliżona pod względem politycznym do skrajnej lewicy) są otwarcie wrodo wobec Unii Europejskiej, a konkretnie obecnej formy organizacyjnej europejskich instytucji. Obydwoje



Aby móc wystartować, kandydat musi mieć co najmniej 500 podpisów funkcjonariuszy wybieralnych z co najmniej 30 różnych departamentów. Lista 500 osób popierających będzie musiała zostać dostarczona najpóźniej do 17 marca ”



Prawica-lewica: istotne — i często niemożliwe do wyeliminowania — podziały w obrębie obydwu tych frontów ”

marzec 2017

kandydatów uważa, że w przypadku braku możliwości zmiany Unii Europejskiej konieczne jest jej opuszczenie. Jeśli chodzi o pozostałych pretendentów, albo rekrutują się oni z partii otwarcie prounijnych, tak jak François Fillon (Partia Republikanów, konserwatywna prawica) i Benoît Hamon (Partia Socjalistyczna, „klasyczna” lewica), albo ich ugrupowania opierają się na woli uczestnictwa w Unii Europejskiej (Emmanuel Macron z „En Marche!”, ugrupowania centrolewicowo-centroprawicowego od czasu stowarzyszenia z François Bayrou z MODEM). Co prawda obydwie partie mają sceptyczne, a nawet wrogie podejście do UE (jedna i druga opowiada się za scenariuszem „mocnego uderzenia”), a ponadto obecnie gromadzą one około 40% głosów (nieco mniej niż 30% w przypadku Marine Le Pen i trochę ponad 10% w przypadku Jean-Luca Mélenchona), jednak ich współpraca jest całkowicie niemożliwa.

Jeśli chodzi o bieżące sondaże, ryzyko stwarzane dla Unii Europejskiej przez Mélenchona jest obecnie znacznie niższe niż ryzyko związane z Le Pen, ale zdecydowanie nie stawiamy na urzeczywistnienie się takich scenariuszy ryzyka. Jest jednak pewne, że przejęcie władzy przez Front Narodowy (Marine Le Pen) umożliwiłoby ewentualny przyszły Frexit (opuszczenie Unii Europejskiej przez Francję). Pani Le Pen w istocie uważa reformę bądź opuszczenie UE za jeden ze swoich głównych celów strategicznych: wyraźnie oświadczyła, że w przypadku gdy Francji w ciągu 6 miesięcy nie uda się zmienić polityki gospodarczej lub imigracyjnej, zgodnie z obietnicą rozpocznie starania o referendum w sprawie opuszczenia UE. I tu pojawia się kluczowe pytanie: czy Francuzi są gotowi do wykluczenia swojego kraju z Unii? Nie jesteśmy pewni, ale też nie mamy wątpliwości co do tego, czy zagrożenie to (Frexit) będzie nadal wpływać na UE, a konkretnie na europejską unię monetarną: głównymi konsekwencjami byłyby wzrost wrażliwości euro czy wzrost spreadów obligacji skarbowych z krajów peryferyjnych (w tym Francji) w stosunku do papierów niemieckich... Nie wierzymy w scenariusz, w którym Francja opuszcza UE i europejską unię monetarną, a pani Le Pen zostaje prezydentem. W Niemczech zarówno Angela Merkel, jak i Martin Schulz (były przewodniczący Parlamentu Europejskiego) wspierają integrację europejską, podobnie jak Emmanuel Macron i François Fillon we Francji — kandydaci, którzy dotychczas mieli największą szansę na zwycięstwo w wyborach. Zanim jednak do tego dojdzie, rynki finansowe będą musiały stawić czoła trzem krytycznym sytuacjom:

- Po pierwsze będą musiały liczyć się z perspektywą zwycięstwa partii skrajnie prawicowej w pierwszej turze wyborów prezydenckich. Według sondaży, gdy piszemy te słowa, Marine Le Pen wyprzedziłaby Emmanuela Macrona (ruch „En Marche”, umiarkowana lewica), François Fillona (konserwatywna prawica) oraz Benoîta Hamona (Partia Socjalistyczna) i Jean-Luca Mélenchona (lewica) — uzyskaliby oni odpowiednio 27%, 22%, 20%, 15% oraz 11% (Opinion Way, 14 marca 2017 r.).
- W takiej sytuacji dzięki transferom głosów w drugiej turze wyborów prezydenckich zgodnie z wynikami bieżących sondaży drugiemu z kandydatów powinna powieść się eliminacja Marine Le Pen... Należy zauważyć, że ze względu na transfery głosów i zdolność partii prawicowych do wycofywania się na rzecz partii lewicowych i vice versa francuskiemu elektoratowi dotychczas najczęściej udawało się wykluczać skrajną prawicę z wyborów ogólnokrajowych, regionalnych i gminnych. Mówi się, że Francuzi głosują sercem w pierwszej turze, a umysłem w drugiej. Oczekuje się, że Marine Le Pen zostanie pokonana przez zarówno E. Macrona (40% do 60%), jak i F. Fillona (43% do 57%), a różnica jest istotna statystycznie.
- Poza tym nowo wybrany prezydent (być może będący liderem sondaży E. Macron bądź F. Fillon) będzie musiał przyciągnąć wyborców, aby uzyskać większość prezydencką w wyborach parlamentarnych, co jest jedynym sposobem na utworzenie stabilnego rządu. Wspomniani dwaj kandydaci są wyraźnie proeuropejscy, a ich wybór oznaczałby wyłonienie się mocnej osi francusko-niemieckiej, a także również utworzenie rządów zdolnych do wprowadzenia reform. Kandydat prawicowy skorzysta ze wsparcia całego swojego obozu (prawicy), czego tak naprawdę nie można powiedzieć o E. Macronie, którego wielu wyborców socjalistycznych uważa za pewnego rodzaju „dysydenta”. Obecnie jest on postrzegany jak centrysta, czego dowodem ma być jego ostatni alians z François Bayrou z partii MODEM — kandydatem, który w ostatnich trzech wyborach prezydenckich prezentował się jako centrowy (2002, 2007 — gdy zajął w I turze trzecie miejsce, zdobywając niemal 19% głosów — oraz 2012). W przypadku zwycięstwa Macrona ryzyko wiązałoby się z objęciem stanowiska prezydenta bez poparcia homogenicznej partii, co skomplikowałoby sytuację. Taka sytuacja byłaby wysoce prawdopodobna w przypadku Marine Le Pen i Emmanuela Macrona (o ile doszłoby do udzielenia masowego i bezwarunkowego poparcia przez deputowanych socjalistycznych) i całkiem prawdopodobna w przypadku Benoîta Hamona, a w przypadku François Fillona nie należałoby jej wykluczać. Ostatecznym ryzykiem byłoby wystąpienie w kraju pata politycznego.

“

Dwie partie sceptyczne, a nawet wrogie wobec UE, zgromadziłyby obecnie 40% głosów ”

“

W Niemczech zarówno Angela Merkel, jak i Martin Schulz popierają integrację europejską — we Francji opowiadają się za nią Emmanuel Macron i François Fillon ”

“

Niemal jeden na dwóch wyborców nadal dopuszcza możliwość zmiany zdania ”

marzec 2017

**Co należy sądzić o sondażach? Czy na pewno są niemożliwe do uniknięcia... ale i niewiarygodne? Kilka uwag, o których warto pamiętać**

Od czasu brytyjskiego referendum, a tym bardziej od czasu wyboru Donalda Trumpa na prezydenta Stanów Zjednoczonych, sondaże i sondażownie stały się przedmiotem powszechnej krytyki. Niektórzy obserwatorzy ignorują je, podczas gdy inni mówią tylko o nich. Jak należy oceniać sondaże opinii?

Analizując wyniki sondażu, z pewnością najpierw trzeba się przyjrzeć zastosowanej **metodologii**.

Wybrana **próba** musi być reprezentatywna dla populacji pod względem płci, wieku, kategorii społecznych i zawodowych, rozmieszczenia geograficznego itp. Im większa próba, tym większa pewność wyniku, i vice versa. Istotnym kryterium jest również **marginis błędu**. Wszyscy wiemy, że im mniejsza jest próba, tym wyższy jest margines błędu. Innymi słowy, gdy sondaż daje przewagę 1% lub 1,5% w starciu między dwoma kandydatami, po uwzględnieniu statystycznego marginesu błędu okazuje się, że w rzeczywistości jest ona zerowa. W rezultacie w przypadku próby liczącej 1500 osób 10% wyrażających zamiar głosowania w rzeczywistości oznacza od 8,5% do 11,5%, zaś 30% głosujących oznacza od 27,7% do 32,3%. Takie zależności znacząco ograniczają wiarygodność różnic podawanych jako wyniki sondaży. Innymi słowy, różnica między F. Fillonem i E. Macronem według niektórych sondaży jest obecnie nieistotna statystycznie: wybór jednego z nich nie wpłynąłby w żaden sposób na wiarygodność badań. **Czas przeprowadzenia** sondażu również ma kluczowe znaczenie. Preferencje głosujących uległy zdecydowanej zmianie po aferze Penelopegate, a następnie znów się zmieniły, gdy (niewielka) część wyborców Macrona zdecydowała się ponownie go poprzeć po zawarciu porozumienia z F. Bayrou. Zarówno istotne, jak i mniej zauważalne wydarzenia mają wpływ na wyniki sondaży. W rezultacie analiza dynamiki zmian preferencji ma większy sens niż przyglądanie się pojedynczym badaniom. Również porównywanie badań jest zasadniczo bezcelowe — należy raczej analizować dynamikę zmiany wyników uzyskiwanych przez poszczególne sondażownie.

Należy również uwzględnić **pewność głosowania**, ponieważ niewątpliwie jest to kluczowe kryterium. Krótko mówiąc, chodzi o odsetek respondentów, którzy są pewni swojego wyboru. Niektórzy kandydaci tradycyjnie dysponują niezdecydowanym elektoratem — im dalej do dnia wyborów, tym mniej pewnym można być jego wierności. Tak czy inaczej, nawet obecnie można już zwrócić uwagę na istotne różnice między kandydatami. Na przykład 52% potencjalnych wyborców Mélenchona przyznało się ostatnio, że ostatecznie może zmienić zdanie — odsetek ten jest podobny w przypadku Benoît Hamona. W przypadku Emmanuela Macrona odsetek ten okazał się jeszcze wyższy i wyniósł 58%. Tylko dwóch kandydatów może pochwalić się „twardym elektoratem”: Marine Le Pen (23% niepewnych) oraz François Fillon (28% dopuszczających zmianę zdania). Innymi słowy, mimo iż odsetek wyborców wyrażających zamiar głosowania na Le Pen i Fillona prawdopodobnie nie zmaleje (z wyjątkiem nagłego, negatywnego zdarzenia), Macron teoretycznie musi liczyć się z wyższym ryzykiem. Oczywiście nie należy wykluczyć możliwości przyciągnięcia dodatkowych wyborców lub wzrostu pewności obecnych — obecnie obserwujemy właśnie takie tendencje. Analizę uzupełniają jeszcze trzy kryteria: **chęć zwycięstwa**, **prognoza zwycięstwa** oraz **poczucie, że dana osoba byłaby bądź nie byłaby dobrym kandydatem** — w ostatniej chwili przed głosowaniem to właśnie ono mogłoby zdecydować o przyciągnięciu niezdecydowanych bądź dopuszczających różne opcje wyborców. Według sondaży 28% Francuzów uważa, że Marine Le Pen „ma osobowość godną prezydenta”, w przeciwieństwie do 45% w przypadku E. Macrona.

**Podsumowanie**

Francuskie wybory ożywiają obawy związane ze strefą euro, choć wątpliwości te wydają się mocno przesadzone. Stawiamy na wzrost spreadów w stosunku do bundów (a w szczególności spreadu między francuskimi OAT-ami i niemieckimi bundami), a także kosztu CDS-ów obligacji skarbowych po wyborach. Tymczasem przyjmujemy postawę wyczekiwania (zasadniczo negatywną w stosunku do Francji i innych krajów peryferyjnych), która nadal wydaje się najlepszą strategią.

“

Sondażowa przewaga rządu 1–1,5% w rzeczywistości jest zerowa ze względu na margines błędu statystycznego

”

“

Francuskie wybory ożywiają obawy związane ze strefą euro, choć wątpliwości te wydają się przesadzone

”

marzec 2017

## Alokacja aktywów

### Tabele podsumowujące

#### Alokacja aktywów: prognozy i przekonania dla wielu klas

	Zmiana 1 m	---	--	-	0	+	++	+++
Akcje / obl. skarbowe	→						□	
Obl. przedsiębiorstw / obl. skarbowe	→						□	
Akcje / obl. przedsiębiorstw	→					□		
Zapadalność	→				□			
Obligacje korporacyjne	→					□		
Ropa naftowa	→					□		
Złoto	→				□			
Gotówka EUR	→			□				
Gotówka USD	→					□		

#### Alokacja aktywów: prognozy względne i przekonania dotyczące znaczących klas aktywów

	Zmiana 1 m	---	--	-	0	+	++	+++
<b>Akcje</b>	Akcje USA	→						
	Akcje Japonia	→						
	Akcje euro	→					□	
	Akcje Wlk. Brytania	→					□	
	Pacyfik bez Japonii	↘						
	Akcje r. wschodzące	→						
<b>Obl. skarbowe</b>	Długot. obl. skar. USA, krótka	→		□				
	Długot. obl. skar. USA, długa	→		□				
	Rdzeń euro, krótka	→			□			
	Rdzeń euro, długa	→				□		
	Peryferia euro	→				□		
	Obligacje Wlk. Brytania	→			□			
	Obligacje Japonia	→			□			
	<b>Obligacje przedsiębiorstw</b>	USA inwestycyjne	→					□
USA wysokodochodowe		→					□	
Euro inwestycyjne		→					□	
Euro wysokodochodowe		→					□	
Dług r. wsch. w twardej walucie		→				□		
Dług r. wsch. w walucie lok.		→			□			
<b>FX</b>	USD	→					□	
	EUR	→						
	JPY	→						
	GBP	→						

Powyższa tabela dotyczy horyzontu inwestycyjnego 6–12 miesięcy. Zmiany odzwierciedlają prognozy przedstawione na ostatnim spotkaniu naszego komitetu inwestycyjnego. W wierszach przedstawiono prognozy względne dla każdej ze znaczących klas aktywów oraz prognozy bezwzględne dla walut i surowców. Prognozy, zmiany prognoz i opinie dotyczące klas aktywów odzwierciedlają spodziewany kierunek (+/-) oraz siłę przekonania (+/+/+/+). Są one niezależne od ograniczeń i aspektów związanych z konstrukcją portfeli.

#### Strategie hedgingu makroekonomicznego

	zmiana 1m	0	+	++	+++	
Skarbowe USA – długa	→		□			Ryzyko ekonomiczne spada, a wskaźniki ekonomiczne w Stanach Zjednoczonych, Azji i Europie są raczej optymistyczne. Francuskie wskaźniki wyprzedzające sugerują dobry kierunek, ale ryzyko polityczne nadal się utrzymuje. W marcu Fed zaostrzy swoją politykę monetarną, jednak ruch ten jest już w znacznym stopniu zdyskontowany i nie oznacza realnej zmiany w zakresie tempa podwyżek stóp. Oczekuje się, że redukcja podatku od osób prawnych w Stanach Zjednoczonych dodatkowo ograniczy ryzyko dla wzrostu gospodarczego. Amerykańskie obligacje skarbowe, a także USD, GBP, NOK i SEK wyglądają na dobre alternatywy dla europejskiego ryzyka politycznego oraz potencjalnych trudności w strefie euro.
Bundy – długa	→	□				
USD – długa	→		□			
JPY – długa	→	□				
Zmienność – długa	→		□			
USD gotówka – długa	→		□			
Złoto – długa	→		□			
TIPS USA – długa	→		□			

Powyższa tabela dotyczy krótkiego horyzontu inwestycyjnego 1–3 miesięcy. Zmiany (kolumna 2) odzwierciedlają prognozy przedstawione na ostatnim spotkaniu naszego komitetu inwestycyjnego. W wierszach przedstawiono poziom naszej awersji do ryzyka, a także nasze strategie hedgingu makroekonomicznego. Tabelę należy rozpatrywać w kontekście tabel alokacji aktywów. Prognoza negatywna pod względem alokacji aktywów nie będzie skutkować hedgingiem. Prognoza tymczasowo negatywna (negatywna w krótkim terminie, ale pozytywna w długim) może skłonić nas do ochrony portfela, bez wpływu na nasze prognozy długoterminowe. Zastosowanie strategii oznaczono symbolem (+), zaś jej skalę przedstawiono na osi (+/+/+/+). Strategie te są niezależne od ograniczeń i aspektów związanych z konstrukcją podlegającego ochronie portfela pierwotnego. Przedstawione pozycje są jednak ze sobą wzajemnie skoordynowane w celu maksymalizacji efektywności.



## Czynniki ryzyka

PHILIPPE ITHURBIDE, Szef ds. Badań, Strategii i Analiz na Świat

W poniższej tabeli przedstawiono 17 czynników ryzyka z przypisanymi prawdopodobieństwami. Opisano w niej również najbardziej prawdopodobne skutki dla rynków.

### [ŹRÓDŁO RYZYKA NR 1] **Percepcja znaczącej zmiany w policy mix Stanów Zjednoczonych** [PRAWDOPODOBIENSTWO] **75%**

**ANALIZA** Wybór Donalda Trumpa niewątpliwie reprezentuje wielką zmianę w amerykańskiej filozofii — jak wynika ze stwierdzeń nowego prezydenta, obecnie mniejsze znaczenie będzie mieć logika „policjanta świata”, a kraj bardziej skupi się na swoich sprawach. Niezależnie od tej zmiany pojawia się jednak również pytanie o to, jak istotnym modyfikacjom ulegnie polityka ekonomiczna, a zwłaszcza polityka fiskalna i podatkowa. Jaka polityka monetarna będzie towarzyszyć tym zmianom? Wszystkie te pytania są niezwykle istotne. Wiemy, że planowane są cięcia podatkowe i ożywienie wydatków na infrastrukturę, jak również że wpływ na deficyt budżetowy mógłby być bardzo znaczący, z typowymi konsekwencjami dla stóp długoterminowych, długu publicznego i polityki monetarnej. Wiemy również, że amerykański Kongres (nawet z republikańską większością) nie będzie bezwarunkowo wspierać nowego prezydenta w zakresie tych problemów, ponieważ nie sprzyja on dużym deficytom budżetowym. W tym kontekście nawet jeśli zmiany pozostaną umiarkowane w porównaniu z obietnicami z czasów kampanii, lekceważenie możliwości znaczącego przełomu niewątpliwie byłoby błędem. Niektóre propozycje, takie jak cięcia podatku od osób prawnych, w przypadku wdrożenia okazałyby się autentycznie przełomowe. Jeśli obniżki okażą się znaczące, ich skutki będą prawdopodobnie odczuwalne w wielu obszarach, w tym zakresie repatriacji zysków i inwestycji do USA. Rozwój sytuacji w tym zakresie należy ściśle monitorować.

**WPLYW NA RYNEK** Zwycięstwo Donalda Trumpa wiąże się z niepewnością dotyczącą wielu kwestii: międzynarodowej roli Stanów Zjednoczonych, NATO, umów handlowych, porozumienia w sprawie klimatu, polityki antyimigracyjnej, polityki handlowej, protekcjonizmu oraz możliwych cel. Przyszłe działania Trumpa, o ile zostaną zatwierdzone przez Kongres, wiążą się z dodatkowym ryzykiem dla rynków finansowych (głównie dla dolara, zmienności otoczenia oraz stóp długoterminowych). Ukryty konflikt z Fedem również wzbudza niepokój na rynkach instrumentów stałodochodowych. Ryzyka znaczącej zmiany polityki ekonomicznej, prowadzącego do wzrostu deficytów, ale również przyspieszenia wzrostu gospodarczego, ożywienia dolara i powrotu oczekiwań inflacyjnych, nie należy obecnie traktować jako marginalnego. Konieczne będzie uważne obserwowanie negocjacji z Kongresem.

### [ŹRÓDŁO RYZYKA NR 2] **Włochy: następnym krokiem referendum w sprawie „Italexit”?** [PRAWDOPODOBIENSTWO] **15%**

**ANALIZA** Powołanie rządu technokratycznego (pod przewodnictwem Paolo Gentiloniego) oraz rozszerzenie programu skupu aktywów Europejskiego Banku Centralnego uspokoiły włoskie rynki finansowe, jednak obecnie chodzi raczej o weryfikację ordynacji wyborczej przed zbliżającymi się wyborami powszechnymi. Mimo iż wybory były pierwotnie planowane na luty 2018 r., rynki finansowe z jednej strony obawiają się, że wcześniejsze wybory (w drugim półroczu 2017 r.) doprowadziłyby do przejścia władzy przez „populistyczną” partię Ruch Pięciu Gwiazd, a z drugiej strony odczuwają strach przed możliwością przeprowadzenia referendum w sprawie członkostwa w Unii Europejskiej („Italexit”). Wzrost znaczenia populizmu (który jest równoznaczny z odrzuceniem establishmentu, odrzuceniem tradycyjnych partii, wzrostem protekcjonizmu, odrzuceniem globalizacji, niezgodą na rosnące nierówności, odmową centralizacji czy wrogością wobec reform systemów socjalnych itp.) we Włoszech również jest rzeczywistością. Występuje ryzyko znaczącej zmiany po 5 latach względnej stabilności politycznej. Niewątpliwie byłby to najgorszy scenariusz, który początkowo mógłby doprowadzić do politycznej niestabilności, a nawet kryzysu, nieuchronnie skutkując wstrzymaniem reform. Przypomnijmy jednak, że Ruch Pięciu Gwiazd ma charakter bardziej antyestablishmentowy niż antyeuropejski. Niemniej Włosi należą do narodów podchodzących do euro najmniej entuzjastycznie. Chcemy przez to powiedzieć, że ewentualne referendum w sprawie członkostwa w UE wiązałoby się z poważną niepewnością.

**WPLYW NA RYNEK** Perspektywa wcześniejszych wyborów zapoczątkowałaby etap politycznej niestabilności. Byłaby to zła wiadomość dla kraju, który spóźnia się pod względem wzrostu gospodarczego (zwłaszcza w porównaniu do Hiszpanii, „odpowiednika” Włoch na rynkach). Jego dług jest jednak tak czy inaczej chroniony program QE Europejskiego Banku Centralnego, co zapobiega ucieczce inwestorów (którzy poszukują wysokich rentowności i spreadów). W przypadku referendum w sprawie Italexitu (obecnie nadal antykonstytucjonalnego) włoski rynek obligacji stałby się bardziej ryzykowny od pozostałych, a spready stóp procentowych spadłyby jeszcze bardziej w związku z uwzględnieniem włoskiego ryzyka w wycenach. Niestabilność polityczna osłabiłaby również poważne krajowe rynki akcji i stóp procentowych.

### [ŹRÓDŁO RYZYKA NR 3] **Niewłaściwa interpretacja intencji Fedu... lub niewłaściwa ocena sytuacji przez Fed** [PRAWDOPODOBIENSTWO] **30%**

**ANALIZA** Wybór Donalda Trumpa nieco zwiększył niepewność: nowy prezydent prawdopodobnie nie powoła Janet Yellen na drugą kadencję w 2018 r. Trump jest też znany ze swojej krytyki wobec „samozadowolenia” z polityki monetarnej. Republikanie ostatnio odnosili się też wrogo do przewodniczącej Fedu, zwłaszcza jeśli chodzi o jej stanowisko w sprawie regulacji, których ograniczenie było priorytetem dla prezydenta Trumpa. Zrozumienie przekazu dotyczącego stóp procentowych przysparza trudności: jak można jednocześnie osiągnąć szybszy wzrost PKB, osłabienie dolara i zaostrenie polityki monetarnej? Niewłaściwa interpretacja intencji lub decyzji Fedu już wcześniej była znaczącym czynnikiem ryzyka. Od czasu wyborów sytuacja tylko się pogorszyła. Przy wzroście PKB zbliżonym do 2%, inflacji około 2% i pełnym zatrudnieniu stopa funduszy Fedu powinna być znacznie wyższa niż obecnie, gdyby realizowany był normalny cykl polityki monetarnej. Pod względem technicznym Fed jest „za krzywą”. Za prawdziwością tego założenia przemawia choćby to, że w połowie przypadków od 1945 roku (sześć z ostatnich 12 razy) w ciągu dwóch lat od zakończenia cyklu zacieśnienia polityki monetarnej w Stanach Zjednoczonych następowała recesja gospodarcza. Właśnie tego niewątpliwie obawia się rynek w związku z możliwością zbyt szybkich, a przede wszystkim zbyt mocnych posunięć Fedu. Na razie Fed pozostaje ostrożny. Dobrze zdaje sprawę z tego, że poziomy wzrost gospodarczego oraz bieżący cykl dotychczas nie gwarantowały znaczącego wzrostu stóp procentowych, jak również że trwające od ośmiu lat odwrócenie ultradostosowawczej polityki monetarnej ma znaczenie większe niż zwykle. Celem Fedu jest powstrzymanie aprecjacji dolara (modele tej instytucji pokazują, że wzrost efektywnego kursu dolara o 10% odpowiada zacieśnieniu

marzec 2017

## Czynniki ryzyka

stóp procentowych banku centralnego o 175 p.b.). Wskaźniki inflacji są obecnie bliskie celowi Fedu, a ponadto oczekuje się, że bank centralny Stanów Zjednoczonych w 2017 r. podniesie stopy dwukrotnie. Jest jednak jedno zastrzeżenie: Fed musi uniknąć błędów komunikacji. Rynki mogłyby zareagować kłopotliwie, gdyby stopy zostały zwiększone zbyt wcześnie, nadmiernie lub bez solidnego uzasadnienia, bądź też w przypadku istotnych niespodzianek.

**WPLYW NA RYNEK** Jeśli Fed zmieni stopy, będzie można liczyć na ostre załamanie kursów akcji oraz rozprzestrzenienie się spadków na już osłabione rynki wschodzące. Taka sytuacja przełożyłaby się na wzrost spreadów i różnic stóp procentowych między Europą i Stanami Zjednoczonymi, a także dalsze osłabienie euro — co stanowi dwa czynniki przemawiające za europejskimi aktywami ryzykownymi.

### [RYZKO NR 4] „Twarde lądowanie” dla Chin / pęknięcie bańki kredytowej

[PRAWDOPODOBIENSTWO] 20%

**ANALIZA** Model biznesowy Chin w ostatniej dekadzie uległ zmianie. Wzrost PKB nie zależy już od eksportu tak bardzo, jak kiedyś, a jego głównym czynnikiem stał się popyt wewnętrzny. Taka ewolucja ma pewne wady: występują oznaki przekredytowania, dług rośnie do niebotycznych poziomów, a konkurencyjność przemysłu spada, podobnie jak wzrosty produktywności. Krótko mówiąc, maleje potencjał wzrostu gospodarczego. Pytanie nie dotyczy tego, czy przyszedł lub potencjalny wzrost gospodarczy będzie niższy. To już wiadomo na pewno. Chodzi raczej o to, czy istnieje ryzyko tego, że wzrost gospodarczy szybko (i znacząco) spadnie poniżej poziomu potencjalnego (5% obecnie w stosunku do 10% przed 15 laty). Innymi słowy, czy Chiny doświadczą kryzysu ekonomicznego na dużą skalę? Z kolei poważniejsze załamanie chińskiego wzrostu gospodarczego wydłużyłoby i tak już pokaźną listę globalnych źródeł presji deflacyjnej. Najnowsze wskaźniki ograniczyły to ryzyko — wzrost PKB w skali rocznej w trzech ostatnich kwartałach ustabilizował się na poziomie około 6,7%. Wprowadzenie ceł na poziomie 45% (które Donald Trump obiecywał w trakcie kampanii) sprzyjałoby zainicjowaniu tej spirali ujemnego sprzężenia zwrotnego, jednak w ogóle nie wierzymy w zastosowanie takiego środka.

**WPLYW NA RYNEK** Taki scenariusz miałby bardzo negatywne skutki, a jego wielostopniowe konsekwencje okazałyby się szczególnie katastrofalne: dla systemów bankowych i finansowych, rynków chińskiego długu publicznego i prywatnego, surowców, rynków wschodzących, walut krajów eksportujących surowce i krajów rozwiniętych... Fed skróciłby swój cykl zacieśniania polityki pieniężnej, a EBC wdrożyłby swój program luzowania ilościowego (QE).

### [ŹRÓDŁO RYZYKA NR 5] Załamanie globalnego wzrostu

[PRAWDOPODOBIENSTWO] 15%

**ANALIZA** Twarde lądowanie chińskiej gospodarki oznaczałoby załamanie globalnego wzrostu, jednak możliwe są też inne okoliczności. Dalszy spadek cen surowców i załamanie globalnego handlu, nadmiernie restrykcyjna polityka monetarna Stanów Zjednoczonych, a także strukturalna słabość europejskiej aktywności gospodarczej wzbudzają obawy przed załamaniem globalnego wzrostu gospodarczego. Dotychczas spowolnienie na rynkach wschodzących było namacalną rzeczywistością, podczas gdy sytuacja na rynkach „rozwiniętych” od czterech lat rozwija się w dobrym kierunku. Kolejne spowolnienie w „świecie rozwiniętym” mogłoby być związane z wtórnymi konsekwencjami sytuacji na rynkach wschodzących (spadek eksportu), kolejnym spadkiem inwestycji, zatrudnieniem... krótko mówiąc, z popytem wewnętrznym (głównie konsumpcją prywatną) — obecnie głównym czynnikiem napędowym wzrostu gospodarczego.

**WPLYW NA RYNEK** Abstrahując od ekspansjonistycznej polityki ekonomicznej (a zwłaszcza polityki fiskalnej), możemy obawiać się powrotu wojny walutowej między rynkami wschodzącymi z jednej strony a światem rozwiniętym z drugiej. Należy spodziewać się wyjątkowo złych wyników aktywów ryzykownych, akcji i obligacji.

### [ŹRÓDŁO RYZYKA NR 6] Recesja w Stanach Zjednoczonych

[PRAWDOPODOBIENSTWO] 20%

**ANALIZA** Oczekujemy wzrostu PKB na poziomie 2% w 2017 r. (w porównaniu z 1,6% w 2016 r.), a następnie niewielkiego przyspieszenia w 2018 r. (2,2%). W rezultacie wzrost gospodarczy przez najbliższe dwa lata utrzyma się nieznacznie powyżej swojej wartości potencjalnej. Tym razem recesja w Stanach Zjednoczonych nie jest możliwa, jednak można się martwić tym, że Fed nie ma pola manewru. Obecna sytuacja bardzo różni się od tej z lat 2004–2006. W trakcie tych dwóch lat Fedowi udało się podwyższyć stopy procentowe 17 razy — łącznie o 425 punktów bazowych — dzięki czemu zyskał swobodę działania, z której szybko skorzystał, gdy wybuchł kryzys finansowy. Dziś tego rodzaju kontekst jest bardzo odległą perspektywą. Fed spóźni się z reagowaniem na cykl ekonomiczny, a ze względu na stabilność finansową oraz (w mniejszym stopniu) dolara nie może sobie pozwolić na takie podwyżki stóp. Obawy wzbudza również niepewność związana z przyszłą polityką ekonomiczną. W swojej skrajnej postaci protekcjonizm (a w szczególności jego wpływ na Meksyk i Chiny), surowy plan antyimigracyjny (z redukcją siły roboczej i populacji, a także wzrostem kosztów pracy) oraz renegecja traktatów handlowych mogłyby doprowadzić gospodarkę na próg recesji. Przyjęcie programu w jego obecnej postaci jest jednak mało prawdopodobne — zamiast tego powinniśmy skupić się na nieznacznie lepszych perspektywach wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych (przynajmniej w krótkim okresie).

**WPLYW NA RYNEK** Recesja w Stanach Zjednoczonych byłaby katastrofalna dla globalnej gospodarki, zaś Europa mimo lepszej kondycji również ucierpiałaby w jej rezultacie. Stopy krótkoterminowe pozostałyby niskie przez bardzo długi czas, a pozbawiony swobody w zakresie konwencjonalnej polityki monetarnej Fed nie miałby wyboru i musiałby zdecydować się na uruchomienie QE4. Nie należy spodziewać się pozytywnego wpływu na aktywa ryzykowne. Początkowy wpływ będzie negatywny, a brak wiarygodności banków centralnych z pewnością przełożyłoby się na wzrost zmienności i napięć. Należy oczekiwać, że w przyszłości budżety nadal będą istotnie niezrównoważone.

marzec 2017

## Czynniki ryzyka

### [ŹRÓDŁO RYZYKO NR 7] **Gwałtowna dewaluacja juana**

[PRAWDOPODOBIENSTWO] **10%**

**ANALIZA** Przez kilka dni w połowie sierpnia 2015 r. Chiny sprawiały wrażenie, że rezygnują ze swojej polityki kursów wymiany, przygotowując rynki na znaczącą deprecjację juana (w 1994 r. zdewaluowały juana o 30%). Te same obawy powróciły na początku stycznia 2016 r. Dotychczas Chiny wykorzystywały politykę monetarną, budżetową, fiskalną i przychodową jako narzędzia stymulacyjne, jednocześnie ostrożnie powstrzymując się od posługiwania się polityką kursów wymiany. Co więcej, obiecały grupie G20, że nie będą tego robić, a juan wchodzi obecnie (od 1 października) w skład SDR. W 2016 r. Chiny skorygowały swój system wymiany walutowej i realizują plan stopniowej dewaluacji juana. Wdrożenie polityki protekcjonistycznej w Stanach Zjednoczonych miałyby fatalne skutki — chińskie władze byłyby niezdolne do realizacji tej polityki walutowej, a nawet niechętnie jej, zwłaszcza ze względu na to, że juan nie jest znacząco niedowartościowany. W przeciwieństwie do tego, w co wierzy lub co twierdzi Trump, Chiny nie manipulują swoją walutą, a ostatnia sytuacja zmusiła chińskie władze do zaostrzenia mechanizmów kontroli kapitału, mimo iż decyzja ta pozostaje w sprzeczności z ich dotychczasowym planem długoterminowym. Oprócz natychmiastowych, wysoce negatywnych konsekwencji dla rynków finansowych gwałtowna dewaluacja (o przynajmniej 10% w ciągu jednego dnia) niewątpliwie została by zinterpretowana jako przyznanie się do słabości polityki ekonomicznej jako całości. Bardzo niskie ryzyko, jednak bardzo wysoka potencjalna szkodliwość, ponieważ najważniejszym wyzwaniem stojącym obecnie przed Chinami jest otwarcie rachunku kapitałowego: przyciągnięcie międzynarodowych inwestorów oznacza akceptację mniej niezależnej polityki pieniężnej, wyższą zmienność kursu wymiany, różne reguły dla rynku onshore i offshore, bardziej zmienne przepływy kapitałów, trudniejszą administrację rynkami bardziej zależnymi od międzynarodowych inwestorów, większą przejrzystość w zakresie funkcjonowania przedsiębiorstw (zwłaszcza państwowych)... Krótko mówiąc, chodzi o dość radykalną zmianę w zakresie nadzoru. Znacząca dewaluacja juana byłaby bardzo kiepską decyzją.

**WPŁYW NA RYNEK** W tego rodzaju scenariuszu należy oczekiwać powszechnych spadków na rynkach. Niespodziewana dewaluacja byłaby początkiem bardziej intensywnej wojny walutowej — zwłaszcza w Azji. Wprowadzono by skrajnie dostosowawcze polityki monetarne, aby powstrzymać aprecjację walut. Byłby to cios dla euro i dla europejskiej gospodarki, ponieważ waluty rynków wschodzących odpowiadają za ponad 70% efektywnego kursu wspólnej waluty.

### [ŹRÓDŁO RYZYKO NR 8] **Znaczące spowolnienie w gospodarkach wschodzących**

[PRAWDOPODOBIENSTWO] **20%**

**ANALIZA** Spadające ceny surowców, problemy ze wzrostem gospodarczym w Chinach oraz zbliżająca się zmiana polityki monetarnej (i handlowej) Stanów Zjednoczonych — wszystkie te czynniki w ostatnich latach pobudziły obawy przed powtórką z kryzysu z lat 1997–1998 (gdy doszło do powszechnego załamania na rynkach wschodzących). Należy pamiętać, że rynki wschodzące znajdują się pod presją od czasu zakończenia amerykańskich programów QE. Azji udało się wytrzymać to napięcie dzięki dobrej kondycji chińskiej gospodarki oraz jej zdolności do radzenia sobie z trudnościami — pewne znaczenie miało również to, że strefa ta jest konsumentem surowców netto. Bankructwa przedsiębiorstw i wskaźniki wyprzedzające aktywności niekiedy wzbudzały alarm na rynkach, jednak zasoby zaangażowane przez władze Chin (cięcie stóp procentowych i obniżenie stopy rezerw obowiązkowych dla banków, zastrzyki płynności, środki fiskalne i podatkowe, utrzymanie polityki walutowej itp.) ostatecznie ustabilizowały sytuację. Ryzyko wiąże się z tym, że popyt krajowy załame się, a polityka ekonomiczna stanie się całkowicie nieefektywna. Tak czy inaczej, w ostatnich miesiącach ryzyko spadło: w szczególności wzrost cen ropy (większa spójność działań w ramach OPEC) i napływ kapitału (z wyjątkiem Chin) sprawiły, że rynki te odzyskały siły. Obawy przed przywróceniem protekcjonizmu w Stanach Zjednoczonych doprowadziły do powrotu wątpliwości dotyczących wyników gospodarczych wielu gospodarek wschodzących.

**WPŁYW NA RYNEK** Mimo że spadek cen ropy wpływa pozytywnie na kraje rozwinięte będące konsumentami tego surowca, trudno jest wierzyć, że będą one całkowicie odizolowane. W kontekście spadku cen surowców oraz załamania aktywności gospodarczej powinniśmy liczyć na dalszą deprecjację walut rynków wschodzących, a także odpływ kapitału z takich krajów. W takiej sytuacji optymalny będzie wybór aktywów z krajów rozwiniętych i bezpiecznych przystani.

### [ŹRÓDŁO RYZYKO NR 9] **Problemy po Brexicie trwale osłabiają Wielką Brytanię**

[PRAWDOPODOBIENSTWO] **70%**

**ANALIZA** „Brexit to Brexit, a my przekazujemy go w sukces”. Takie stanowisko przedstawiła Theresa May w momencie objęcia funkcji premiera. „Nie będzie [...] drugiego referendum” — dodała. „Nie wolno podejmować prób pozostania w UE, ponownego dołączenia do niej tylnymi drzwiami lub zorganizowania drugiego referendum. Kraj zagłosował za opuszczeniem Unii Europejskiej, a obowiązkiem Rządu i Parlamentu jest zadbanie o to, by tak się stało”. Obecnie wiemy nieco więcej: premier ogłosiła, że procedura przewidziana w artykule 50 Traktatu zostanie zainicjowana w I kwartale 2017 r. Rezultatem będzie „twardy Brexit”. Szacuje się, że wpływ na PKB byłby znacząco negatywny. Wielka Brytania „straciłaby” od 2,5% do 9,5% PKB. Ucierpią wolumen i koszty handlu, zwłaszcza w zakresie usług finansowych, substancji chemicznych i samochodów — wszystkich sektorów, które w ramach UE są w wysokim stopniu zintegrowane. Ryzyko dla Wielkiej Brytanii wiąże się z jej przyszłymi możliwościami swobodnego handlu na wspólnym rynku, a także z osiągnięciem pożądanego niezależności bez ograniczeń narzucanych przez UE. Wydaje się to nieprawdopodobne, a w każdym razie to właśnie będzie stawką w negocjacjach, które rozpoczną się nie później niż w II kwartale 2017 roku... i mogą potrwać dwa lata (więcej na ten temat w naszym raporcie „Co po Brexit – kilka pytań i odpowiedzi”, Cross Asset Investment Monthly Strategy, Amundi, lipiec 2016). Brak jakiegokolwiek planu kryzysowego w Wielkiej Brytanii, brak negocjacji między Wielką Brytanią a krajami UE (w oczekiwaniu na aktywację procedury z artykułu 50 Traktatu), a także charakter debaty (w której pragmatyków przeciwstawia się ideologom Brexitu) sprawiają, że sytuacja jest raczej zagmatwana.

**WPŁYW NA RYNEK** W takim przypadku oczekivalibyśmy dodatkowego osłabienia funta szterlinga i długoterminowego negatywnego wpływu na brytyjskie PKB — to dwa czynniki, które mogły przyczynić się do utrzymania monetarnego status quo. Niewątpliwie zaobserwowalibyśmy też wzrost wrażliwości aktywów finansowych ze strefy euro.

marzec 2017

## Czynniki ryzyka

### [ŹRÓDŁO RYZYKA NR 10] Nowy kryzys w Europie związany z Brexitem

[PRAWDOPODOBIENSTWO] 20%

**ANALIZA** Z perspektywy czysto ekonomicznej Brexit prawdopodobnie nie wpłynie zbyt mocno na UE. Najbardziej ucierpiąłyby kraje utrzymujące z Wielką Brytanią bliskie więzi, czyli przede wszystkim Irlandia, ale też Luksemburg, Belgia, Szwecja, Malta i Cypr, jeśli uwzględnimy charakter eksportu, przepływy inwestycji bezpośrednich czy sektor finansowy. Ryzyko ma charakter przede wszystkim polityczny i wiąże się z tym, że pozostałe państwa europejskie mogłyby opowiedzieć się za „Europą niesolidarną” lub ujawnić głębokie podziały związane z porażką Wielkiej Brytanii z UE. Europejskie instytucje regularnie dochodzą do granic swoich możliwości, ponieważ „dogmat konwergencji” nie przygotował ich na takie scenariusze ryzyka. Zadanie polegało na zareagowaniu na wyzwania takie jak europejski deficyt nadzoru, brak koordynacji polityk budżetowych, niepowodzenie w zakresie nadzoru nad nierównowagą budżetów czy fakt niedokończenia mechanizmu mającego na celu wspieranie krajów przeżywających trudności, jak również nieuwzględnienie współzależności występujących w relacjach między krajami członkowskimi (podczas gdy stosowany przez EBC mechanizm zapobiegania rozprzestrzenianiu się kryzysu uległ znaczącej ewolucji, nie można tego powiedzieć o froncie budżetowym). Ostatnie referendum w Wielkiej Brytanii dodało nowy komponent niepewności. Zarządzanie wyjściem Wielkiej Brytanii z UE można porównać do zarządzania najbardziej skomplikowanym rozwodem w historii. Jedno jest pewne: jest to ważny test europejskiej zdolności do (ponownego) porażenia siebie z kryzysem, przekonania Europy o istnieniu planu działania w tym zakresie, a także eliminacji wszelkich prób utworzenia „Europy niesolidarnej”, które mogłyby pojawić się w poszczególnych państwach UE. Ewentualny nowy kryzys europejski mógłby być „śmiertelny” w skutkach, chyba że nastąpi (wysoce nieprawdopodobny) „wielki skok naprzód” w stronę federalizmu. Należy zauważyć, że negocjacje z Wielką Brytanią rozpoczną się w samym środku roku wyborczego we Francji i w Niemczech, co z pewnością nie jest idealną konfiguracją polityczną. Konieczne będzie pogodzenie Europejczyków z europejską ideą, a w szczególności uspokojenie eurosceptyków. Nie będzie to łatwe. Sytuacja w Europie była skomplikowana już przed Brexitem i przed wyborami w Stanach Zjednoczonych.

**WPŁYW NA RYNEK** Skutki negatywne są aż nazbyt dobrze znane: wzrost spreadów obligacji skarbowych i komercyjnych, a także wzrost zmienności — tylko że tym razem towarzyszyłoby im poważne osłabienie euro. Nowy kryzys europejski mógłby równie dobrze potwierdzić scenariusz rozpadu strefy lub przynajmniej opuszczenia jej przez słabsze kraje... chyba że scenariusz wyjścia kusi najsilniejsze z nich, co jest wysoce prawdopodobne, ponieważ staną się one „zmęczone” — z politycznego punktu widzenia — ekonomicznym i finansowym wspieraniem państw przeżywających problemy.

### [ŹRÓDŁO RYZYKA NR 11] Wzrost niestabilności finansowej

[PRAWDOPODOBIENSTWO] 70%

**ANALIZA** W trakcie ostatnich kilku lat działania banków centralnych umożliwiły powrót stabilności finansowej. Niższe stopy krótko- i długoterminowe, ograniczona zmienność oraz niższe spready kredytowe — wszystkie te czynniki wpływają na tworzenie otoczenia o większej stabilności. Warto jednak mieć się na baczności: (i) Stabilność to skomplikowany aspekt, którego nie należy nie doceniać. Banki centralne nie mogą rozwiązać wszystkich problemów samodzielnie (rynek pracy, inwestycje, rozwój itp.), a jeśli bieżące warunki nie ulegną znaczącej poprawie, może pojawić się pewne rozczarowanie, które z kolei mogłoby stać się źródłem niestabilności. (ii) Polityki monetarne dotarły do kresów swoich możliwości pod względem zarówno ujemnych stóp, jak i luzowania ilościowego — obecnie trudno jest oczekiwać po nich więcej. Reakcja makroekonomiczna byłaby ostatecznie skutkiem polityki fiskalnej i podatkowej — historia pokazuje jednak, że wydatki publiczne mają znacznie mniej stabilizujący wpływ na rynki finansowe niż niższe stopy procentowe. (iii) I wreszcie wybory, które mają się odbyć w Europie, nie pozostaną bez konsekwencji dla zmienności aktywów finansowych.

**WPŁYW NA RYNEK** Wzrost niestabilności finansowej doprowadziłby do wzrostu zmienności i spreadów kredytowych — zwłaszcza w Europie, gdzie rynek pracy jest słabszy, a ryzyko społeczne jest wyższe.

### [ŹRÓDŁO RYZYKA NR 12] Kryzys płynności

[PRAWDOPODOBIENSTWO] 20%

**ANALIZA** Oprócz opisanych powyżej scenariuszy ryzyka, które mogłyby doprowadzić do likwidacji pozycji i/lub portfeli, warto raz jeszcze przypomnieć, że występujące ograniczenia w zakresie płynności wymagają dodatkowej ostrożności. Od czasu kryzysu finansowego z 2008 r. czynniki takie jak spadek aktywów banków inwestycyjnych, ograniczenia regulacyjne, które doprowadziły do zakupu i utrzymania przez znaczących graczy dużych ilości obligacji, ograniczenie aktywności w zakresie inwestycji na własny rachunek i animowania rynków oraz dominacja banków centralnych za pośrednictwem programów QE „wydrenowały” rynki instrumentów stałodochodowych, a zamknięcie pozycji lub portfela wymaga obecnie więcej czasu (jeśli wierzyć Bankowi Anglii, trwa siedmiokrotnie dłużej niż przed kryzysem finansowym z 2008 r.). Mimo że spready między cenami bid i ask zmalały od czasu kryzysu finansowego (z powodu spadku stóp procentowych), obroty ostro zmalały, podobnie jak szybkość wykonania — dwa znaczące aspekty płynności (lub jej braku). Należy pamiętać, że mniejsza płynność na rynkach oznacza pogorszenie zależności między fundamentami a cenami, wzrost podatności na manipulacje wycenami, wzrost ryzyka rozprzestrzeniania się problemów, wzrost zmienności i jej niestabilności, a także ograniczenie zdolności do absorbowania szoków. To dość niepokojąca perspektywa.

**WPŁYW NA RYNEK** Tego rodzaju trudności muszą być uwzględniane przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych jako ograniczenia dla budowania portfeli oraz parametry testów obciążeniowych. Należy spodziewać się planów wyjścia lub strategii hedgingu makroekonomicznego dla mniej płynnych segmentów portfela, lub też takich, które mogą stać się mniej płynne w trakcie kryzysu.

### [ŹRÓDŁO RYZYKA NR 13] Upadek banków

[PRAWDOPODOBIENSTWO] 10%

**ANALIZA** To zagrożenie wydaje się nam wysoce przesadzone. Nie podchodzimy jednak do sprawy optymistycznie: ujemne stopy stanowią sankcje dla banków, wysoki koszt kapitału odzwierciedla obciążenie kryzysami z przeszłości i obawami o nowe, zaś niepewność związana z regulacjami i przeżywanymi przez inwestorów trudności związane z rozróżnianiem poszczególnych banków i systemów bankowych stanowią kluczowe czynniki wpływające na kiepskie wyniki banków, które zostały tylko pogorszone przez brytyjskie referendum właśnie ze względu na dodatkową niepewność



marzec 2017

## Czynniki ryzyka

związaną ze wzrostem gospodarczym. Nasze stanowisko nie jest też przesadnie pesymistyczne. Banki z roku 2016 nie mają nic wspólnego z bankami z lat 2008 lub 2011: nie tylko pozyskały duże ilości kapitału, lecz również mogą liczyć na dobrze już ugruntowany system antykrzysowy EBC, obejmujący nadzór bankowy i testy obciążeniowe. Co więcej, zapewniane przez EBC rozwiązania zwiększające dostęp do płynności już od ponad dwóch lat znacząco ograniczają ryzyko związane z poszczególnymi podmiotami oraz ryzyko systemowe. Łatwo jest też jednak wykazać bliski związek między kiepskimi wynikami banków a spadkiem stóp długoterminowych do poziomu ujemnego — pojawia się także pytanie o to, jak dobrze banki są w stanie poradzić sobie z ujemnym oprocentowaniem aktywów. Nie przewidujemy załamania, a raczej dalszą presję na rentowność, nasiloną w związku z problemem cyfryzacji, która zmusza banki do ograniczenia poziomu zadłużenia i dalszego przyjmowania ostrożnego podejścia do udzielanych kredytów. Niemniej należy pamiętać, że w trakcie ostatnich kilku tygodni — a zwłaszcza od czasu wyboru Donalda Trumpa — znaczna część instrumentów stałochodowych powróciła do dodatniego oprocentowania, a ponadto krzywa rentowności stała się bardziej stroma. Obydwa te zjawiska korzystnie wpływają na zyski banków. Krótko mówiąc, sytuacja uległa znaczącej poprawie.

**WPLYW NA RYNEK** Wśród czynników powodujących wzrost wrażliwości najistotniejszym jest niewątpliwie trudność z odróżnieniem banków od systemów bankowych — wszelkie pogłoski lub trudności dotyczące banków generują fale napięć, wzrostów spreadów i krachów na rynku papierów wartościowych banków. Skutki ewentualnych upadłości banków są tak oczywiste, że nie ma potrzeby zagłębiania się w szczegóły związane ze stabilnością finansową lub kondycją gospodarek.

### [ŹRÓDŁO RYZYKA NR 14] Intensyfikacja ryzyka geopolitycznego

[PRAWDOPODOBIENSTWO] **70%**

**ANALIZA** Pod względem geopolitycznym rynki działają obecnie w trudnym otoczeniu: Syria, Państwo Islamskie, ataki terrorystyczne, napływ migrantów oraz Turcja to niektóre z sił osłabiających więzi dyplomatyczne między krajami — zwłaszcza w Europie. Stany Zjednoczone oficjalnie zaangażowały się w tę debatę, wybierając Donalda Trumpa i plan antyimigracyjny oraz budowę muru na granicy z Meksykiem. Sytuację pogorszyły wojna na słowa oraz napięcia między Stanami Zjednoczonymi i Chinami. Nie należy oczekiwać, że obecne problemy i konflikty zostaną szybko rozstrzygnięte. Uwzględnienie źródeł ryzyka geopolitycznego w portfelach (systematyczne wdrożenie strategii hedgingu makroekonomicznego) ma obecnie większe znaczenie.

**WPLYW NA RYNEK** Niewątpliwie należy przygotować się na regularne skoki napięcia i zmienności. Bieżące źródła ryzyka geopolitycznego są dobrze zidentyfikowane i skonkretyzowane. Skala pozostałych źródeł ryzyka politycznego, w tym konsekwencji nowego kierunku dyplomacji Stanów Zjednoczonych, jest na tym etapie trudniejsza do oszacowania. Czy jednak ta kombinacja czynników wpłynie na perspektywę wzrostu gospodarczego lub na rynki finansowe? Na tym etapie nic nie jest pewne, jednak prawdopodobieństwo jest bardzo wysokie.

### [ŹRÓDŁO RYZYKA NR 15] Intensyfikacja ryzyka politycznego (kalendarz wyborczy, populizm itp.)

[PRAWDOPODOBIENSTWO] **70%**

**ANALIZA** Pod względem politycznym rynki działają obecnie w trudnym otoczeniu: W 2017 r. odbędzie się wiele wyborów, a niektóre z nich są naprawdę ważne: wybory powszechne w Holandii w marcu 2017 r., wybory prezydenckie (23 kwietnia i 7 maja 2017 r.) oraz wybory parlamentarne (11 czerwca i 18 czerwca) we Francji, a także wybory powszechne w Niemczech jesienią 2017 r. Intryguje i wzbudza obawy wzrost znaczenia partii ekstremistycznych (skrajnej prawicy w państwach z rdzenia strefy euro i skrajnej lewicy w krajach peryferyjnych) oraz populizmu, który odzwierciedlony jest w propozycjach zakładających protekcjonizm, zwalczanie imigracji i zwiększanie deficytu sektora publicznego. Część partii nieuchronnie da się skusić takim postulatem, aby zadowolić coraz wrażliwszy na rosnące nierówności i obciążenia podatkowe elektorat. Historia pokazuje, że tego rodzaju polityka (zwłaszcza protekcjonizm) zasadniczo prowadzi do etapów słabego lub zerowego wzrostu gospodarczego i wyższej inflacji. Takie fazy stagnacji ekonomicznej i wysokich deficytów publicznych nieuchronnie prowadzą do okresów recesji oraz niestabilności politycznej i finansowej. Europa musi również liczyć się z perspektywą referendum w krajach takich jak Francja i Włochy. Nie stawiamy na przejęcie władzy przez partie populistyczne we Francji lub w Niemczech (o Włoszech piszemy szerzej w opisie źródła ryzyka nr 2 powyżej), a raczej na możliwość wzmocnienia współpracy między tymi krajami.

**WPLYW NA RYNEK** Obecne zagrożenia polityczne zostały wyraźnie zidentyfikowane, ale perspektywa znaczących wyborów w Europie doprowadzi do wzrostu zmienności i pojawienia się pytań o nadzór oraz przyszłe przywództwo w UE. Czy jednak wpłynie to na perspektywę wzrostu gospodarczego lub na rynki finansowe? Odpowiedź na to pytanie jest twierdząca. Realizowany przez EBC program QE nie będzie w stanie zapobiec utrzymaniu się premii za ryzyko od niektórych europejskich obligacji, takich jak papiery francuskie czy włoskie.

### [ŹRÓDŁO RYZYKA NR 16] Francuskie wybory ożywiają obawy związane ze strefą euro

[PRAWDOPODOBIENSTWO] **65%**

**ANALIZA** W nadchodzących miesiącach rynki będą niewątpliwie poświęcać wiele uwagi francuskim wyborom: prezydenckim (23 kwietnia i 7 maja 2017) oraz parlamentarnym (11 i 18 czerwca). Powiedzmy jasno: problem z europejskimi wyborami (Holandia, Włochy, Francja i Niemcy) wiąże się z trwałością integracji Starego Kontynentu. Nie stawiamy na zwycięstwo Frontu Narodowego Marie Le Pen, które uwiarygodniłoby scenariusz Frexit. Le Pen albo rozpocznie reformy UE, albo kupi się na jej opuszczeniu. Jeśli Francja nie będzie w stanie zmienić stanowiska EBC w sprawie polityki ekonomicznej itp. w ciągu sześciu miesięcy, to Marine Le Pen zgodnie z obietnicą rozpocznie kampanię na rzecz referendum w sprawie opuszczenia UE. Nie ma wątpliwości co do tego, czy zagrożenie to (Frexit) będzie nadal wpływać na UE, a zwłaszcza europejską unię monetarną: wrażliwość euro czy wzrost spreadów obligacji skarbowych z krajów peryferyjnych (w tym Francji) w stosunku do papierów niemieckich... Nie wierzymy w taki scenariusz. Zamiast tego sądzimy, że możliwe jest wzmocnienie osi francusko-niemieckiej. Zanim do tego dojdzie, rynki finansowe będą musiały stawić czoła trzem krytycznym sytuacjom:

- Po pierwsze będą musiały liczyć się z perspektywą zwycięstwa partii skrajnie prawicowej w pierwszej turze wyborów prezydenckich. Według bieżących sondaży (Opinion Way, 14 marca 2017), gdy piszemy te słowa, Marine Le Pen wyprzedziłaby Emmanuela Macrona (ruch „En Marche!”),

marzec 2017

## Czynniki ryzyka

umiarkowana lewica), François Fillona (konserwatywna prawica) oraz Benoîta Hamona (Partia Socjalistyczna) i Jean-Luca Mélenchona (lewica) — uzyskaliby oni odpowiednio 27%, 24%, 20%, 14% oraz 13%.

- Następnie według publikowanych raportów i obecnych wyników sondaży Marie Le Pen zostanie prawdopodobnie wyeliminowana w drugiej rundzie wyborów prezydenckich. Należy zauważyć, że ze względu na zdolność partii prawicowych do wycofywania się na rzecz partii lewicowych i vice versa francuskiemu elektoratowi dotychczas udawało się wykluczać skrajną prawicę z wyborów ogólnokrajowych, regionalnych i gminnych...

- Poza tym nowo wybrany prezydent (być może będący liderem sondaży E. Macron bądź F. Fillon) będzie musiał przyciągnąć wyborców, aby uzyskać większość prezydencką w wyborach parlamentarnych, co jest jedynym sposobem na utworzenie stabilnego rządu. Wspomniani dwaj kandydaci są wyraźnie proeuropejscy, a ich wybór wzmocniłby oś francusko-niemiecką, oznaczając również utworzenie rządu zdolnego do wprowadzenia reform strukturalnych. F. Fillon cieszyłby się poparciem dużej partii oraz wsparciem partii prawicowych, czego w rzeczywistości nie można powiedzieć o E. Macronie, którego wielu wyborców socjalistycznych uważa za „dysydenta”. W przypadku zwycięstwa E. Macrona (na które wskazuje coraz więcej sondaży) postrzegane ryzyko wiązałoby się z objęciem urzędu przez prezydenta bez wsparcia homogenicznej partii, co prawdopodobnie skomplikowałoby sytuację.

**WPLYW NA RYNEK** Francuskie wybory stanowią poważne źródło ryzyka dla rynków finansowych, ponieważ odzwierciedlają one bieżące trendy: wzrost znaczenia partii skrajnie prawicowych w krajach stanowiących rdzeń europejskiej unii monetarnej, rosnącą niechęć wobec establishmentu, pokusy związane z protekcjonizmem, wrogość wobec Europy i instytucji europejskich... Wybór kandydata antyeuropejskiego lub kandydata zamierzającego zreformować Europę bądź opuścić UE w przypadku porażki (Marine le Pen lub Jean-Luc Mélenchon) stanowiłby kontynuację trendu wyznaczonego przez Brexit oraz wybór Donalda Trumpa w Stanach Zjednoczonych. Należy jednak pamiętać, że wspomniane głosowania miały charakter jednoturowy, czego nie można powiedzieć o wyborach francuskich — a w ich przypadku będzie to mieć kluczowe znaczenie. To głównie z tego powodu nie wierzymy w wybór kandydatki Frontu Narodowego. Niemniej naszym zdaniem rozsądne byłoby założenie, że premie za ryzyko (spready obligacji w stosunku do Niemiec, zmienność, CDS-y...) pozostaną wysokie do momentu ogłoszenia wyniku wyborów. Francuskie wybory ożywiają obawy związane ze strefą euro, choć wątpliwości te wydają się przesadzone. Stawiamy na wzrost spreadów obligacji skarbowych i CDS-ów po wyborach.

### [ŹRÓDŁO RYZYKA NR 17] Utrzymujący się wzrost oprocentowania europejskich obligacji [PRAWDOPODOBIENSTWO] 10%

**ANALIZA** Od czasu kryzysu finansowego stopy długoterminowe nie tylko kontynuowały spadki, lecz również stały się ujemne w ślad za ujemnymi kluczowymi stopami krótkoterminowymi (w szczególności w Europie i w Japonii), wpływając w ten sam sposób na obligacje przedsiębiorstw klasy inwestycyjnej. Poszukiwanie spreadów na tej pustyni ultraniskich lub ujemnych stóp sprzyjało trzem oazom spreadów: długowi rynków wschodzących, długowi prywatnemu oraz długowi wysokodochodowemu. Ryzyko wzrostu rentowności obligacji pochodzi ze Stanów Zjednoczonych, a nie ze strefy euro. Wzrost stóp długoterminowych w Stanach Zjednoczonych może pochodzić z pięciu głównych źródeł: (i) znaczącej poprawy perspektyw wzrostu, (ii) bardziej zdecydowanego zacieśniania polityk stóp procentowych, (iii) faktycznego zakończenia programów luzowania ilościowego (poprzez zaniechanie wykupu zapadających obligacji), (iv) powrotu inflacji oraz/lub (v) poważnej zmiany kierunku polityk fiskalnych i podatkowych. W Stanach Zjednoczonych znaczenie wszystkich tych czynników (może z wyjątkiem trzeciego) wzrosło. Właśnie dlatego prowadzona obecnie w Stanach Zjednoczonych i Europie debata dotycząca polityk fiskalnych i podatkowych ma kluczowe znaczenie dla stóp procentowych. Jeśli chodzi o Stany Zjednoczone, oczekujemy przedłużenia obecnego etapu wzrostu gospodarczego (który od kilku kwartałów traci na dynamice), jednak nie rozpoczęcia nowego cyklu koniunkturalnego. W rezultacie liczenie na trwały wzrost stóp długoterminowych w Stanach Zjednoczonych wydaje się nam przedwczesne. Nie należy jednak nie doceniać wpływu decyzji podejmowanych przez nową amerykańską administrację, które powinny przełożyć się na wzrost stóp procentowych. Ze względu na poziom wzrostu gospodarczego, inflację, etap cyklu polityki monetarnej, program QE Europejskiego Banku Centralnego oraz ograniczoną zdolność do ponownego uruchomienia silnika gospodarczego za pomocą polityki budżetowej i fiskalnej europejskie rynki są skutecznie chronione przed wzrostem stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych. Premie za ryzyko rosną jednak w następstwie niepewności politycznej. Istotne jest odróżnienie krajów rdzenia (takich jak Niemcy), krajów peryferyjnych oraz krajów pośrednich (takich jak Francja).

**WPLYW NA RYNEK** Niezależnie od niepewności politycznej, która z pewnością jest istotnym czynnikiem, ryzyko znaczącego wzrostu rentowności europejskich obligacji jest niskie. Należy zachować ostrożność w przypadku Stanów Zjednoczonych: wrażliwość na długoterminowe stopy procentowe wzrosła wraz ze wzrostem ogólnego poziomu zadłużenia przedsiębiorstw (i jest obecnie rekordowo wysoka), co osłabia wzrost gospodarczy i sugeruje możliwość przyszłego spadku rentowności obligacji. Należy również zauważyć, że wszelki wzrost stóp długoterminowych stanowi przeszkodę dla polityki monetarnej oraz potencjału wzrostu stóp procentowych Fedu w ogóle. To kolejny powód, by wątpić w zrównoważony i znaczący wzrost rentowności amerykańskich obligacji.

marzec 2017

## Perspektywa makroekonomiczna

AMERYKA PŁN. I PŁD.		CZYNNIKI RYZYKA
<b>STANY ZJEDNOCZONE</b>	<p><b>Przedłużenie cyklu wzrostu na tle znaczącej niepewności politycznej</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; W ślad za odbiciem w drugim półroczu 2016 r. wskaźniki za I kwartał 2017 r. (zwłaszcza indeks sektora wytwórczego ISM) sugerują występowania wysoce korzystnego klimatu biznesowego. Utrzymuje się stabilne tempo powstawania nowych miejsc pracy, a wynagrodzenia znajdują się w umiarkowanym trendzie wzrostowym. Obecnie inflacja bazowa (z wyłączeniem energii i żywności) pozostaje pod kontrolą.</li> <li>&gt; Pomimo rozbudzonych oczekiwań nadal trudno jest precyzyjnie przewidzieć, jakie programy gospodarcze będzie w stanie wdrożyć prezydent Donald Trump. W wielu obszarach zatwierdzenie Kongresu bynajmniej nie będzie łatwe do uzyskania.</li> <li>&gt; Prawdopodobne jest osiągnięcie przynajmniej w kwestii cięć podatkowych i deregulacji (zwłaszcza w przypadku finansów, ochrony środowiska oraz opieki zdrowotnej), co będzie mieć stymulujący wpływ na gospodarkę — stanie się on bardziej widoczny raczej w roku 2018 niż 2017. Jeśli chodzi o charakter i skalę potencjalnych środków ochronnych, niepewność jest bardzo wysoka.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Istotna niepewność towarzysząca decyzjom nowej administracji.</li> <li>&gt; Potencjał wzrostu opóźniony w przewidywalnej przyszłości (trwała stagnacja).</li> <li>&gt; Erozja marż przedsiębiorstw.</li> </ul>
<b>BRAZYLIA</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Zmiana PKB w IV kwartale wyniosła -2,5% r/r, w porównaniu do -2,9% kwartał wcześniej. Dwoma istotnymi czynnikami leżącymi u podstaw tego spadku PKB były inwestycje (-5,4% r/r) oraz wydatki konsumpcyjnych (-2,9% r/r). W 2016 Brazylia trwała w recesji, odnotowując spadek PKB o 3,4%.</li> <li>&gt; Inflacja znacząco spowolniła, a brazylijski bank centralny rozpoczął cykl łagodzenia polityki pieniężnej w kontekście słabości wskaźników cyklicznych.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Gwałtowna aprecjacja reala brazylijskiego.</li> <li>&gt; Łagodzenie polityki fiskalnej.</li> </ul>
<b>EUROPA</b>		
<b>STREFA EURO</b>	<p><b>Nieznaczne spowolnienie, na które wywrze wpływ erozja czynników tymczasowych oraz ryzyko polityczne</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; W ślad za dobrym wynikiem w IV kw. 2016 (wzrost PKB o 0,4% w porównaniu z III kw.) u progu 2017 r. wskaźniki okazują się lepsze od oczekiwań, osiągając poziomy niewidziane od kilku lat. Jednakże europejski cykl gospodarczy, pozostający w tyle w stosunku do Stanów Zjednoczonych, nie znajduje się jeszcze w punkcie, w którym mogłoby wygenerować presję inflacyjną. Na razie inflacja bazowa utrzymuje się na stabilnym poziomie nieznacznie poniżej 1% rocznie.</li> <li>&gt; Główne źródła ryzyka dla dalszego ożywienia gospodarczego wiążą się z niepewnością polityczną — należą do nich obawy dotyczące wyborów we Francji (prezydenckich i parlamentarnych, od kwietnia do czerwca) oraz nadal groźnej sytuacji we Włoszech. Obydwa te kraje stają się coraz bardziej sceptyczne wobec UE. W najbliższych miesiącach niekorzystny wpływ mogłyby również wywierać problemy związane z Brexitem.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Ryzyko polityczne (liczne wybory, wzrost znaczenia partii anty-establishmentowych, Brexit).</li> <li>&gt; Rozprzestrzenienie się problemów gospodarczych i finansowych, z którymi borykają się rynki wschodzące.</li> <li>&gt; Wzrost ryzyka geopolitycznego.</li> </ul>
<b>WIELKA BRYTANIA</b>	<p><b>Sytuacja gospodarcza jest lepsza niż oczekiwano. W 2017 r. niepewność polityczna będzie jednak mieć istotne znaczenie.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Brak widoczności przyszłego kształtu relacji ekonomicznych z UE ostatecznie wywrze niekorzystny wpływ na gospodarkę. Na razie jednak wskaźniki biznesowe pozostają pozytywne.</li> <li>&gt; Inwestycje prywatne (przedsiębiorstwa, nieruchomości) oraz wydatki konsumpcyjne znajdują się pod wpływem rosnącej inflacji związanej z deprecjacją funta oraz niepewnością dotyczącą perspektyw na przyszłość. Interesująca jest też podjęta przez rząd decyzja o zaniechaniu wydatkowania nadwyżki przychodów podatkowych po wyższym od oczekiwanego wzroście w latach 2016–2017. W latach 2017–2018 przyjęta zostanie umiarkowana ekspansywna polityka fiskalna (w porównaniu z dwoma poprzednimi latami), a rząd ma pewną swobodę w zakresie jej luzowania w razie potrzeby.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Szok związany z niepewnością dotyczącą Brexitu.</li> <li>&gt; Deficyt finansów publicznych i deficyt na rachunku bieżącym nadal bardzo wysokie.</li> </ul>
<b>AZJA</b>		
<b>CHINY</b>	<p><b>Chiny: stabilizujący wpływ na globalną gospodarkę i waluty w roku 2017 i prawdopodobnie również 2018</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Sądymy, że stabilizacja ekonomiczna Chin będzie się utrzymywać przez cały rok 2017 i na początku roku 2018.</li> <li>&gt; Powody stabilizacji ekonomicznej Chin mają charakter zarówno oddolny, jak i odgórny. Zarówno prywatne nakłady inwestycyjne, jak i wydatki publiczne znajdują się w fazie ekspansji cyklu i okazują się znacznie wyższe niż przewidywał rynek.</li> <li>&gt; Dłuższa niż oczekiwano stabilizacja chińskiej gospodarki (2016–2018) stwarza podstawy do globalnego ożywienia, na którym z pewnością skorzystają sektory cykliczne, towary oraz rynki wschodzące.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Wpływ na globalną stabilizację ekonomiczną i walutową w roku 2017 oraz prawdopodobnie również 2018.</li> <li>&gt; Dzięki stabilizacji gospodarki Chin w latach 2016–2018 formuje się właśnie przedłużony cykl globalny.</li> </ul>
<b>INDIE</b>	<p><b>Indie: w 2017 r. stabilny motor wzrostu dla Azji pomimo demonetyzacji</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Spowolnienie wydatków uznaniowych i sprzedaży samochodów oraz spadek plonów ozimych po demonetyzacji okazały się mniej poważne niż oczekiwano. Było ono jednak bardziej widoczne w sektorze budowlanym.</li> <li>&gt; Nasz scenariusz bazowy zakłada dłuższe utrzymanie inflacji na umiarkowanym poziomie w 2017 r. Sądymy, że demonetyzacja będzie mieć jedynie tymczasowy wpływ na wzrost gospodarczy i inflację.</li> <li>&gt; Główne kwestie sporne związane z podatkiem od towarów i usług zostały rozstrzygnięte — najprawdopodobniej zostanie on wdrożony w lipcu 2017 r.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Wzrost gospodarczy Indii po demonetyzacji prawdopodobnie utrzyma się na stabilnym poziomie.</li> <li>&gt; Dłuższe utrzymanie umiarkowanej inflacji.</li> </ul>
<b>JAPONIA</b>	<p><b>Ożywienie nadal trwa, a wzrost gospodarczy wykracza ponad potencjał.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Na początku 2017 r. gospodarka wykazuje oznaki ożywienia pod względem popytu wewnętrznego (inwestycje). Bezrobocie osiąga 20-letnie minimum, wynagrodzenia pracowników (niepełnoetatowych) rosną, a zyski się poprawiają. Plany stymulacji fiskalnej oraz cięć podatku dochodowego od osób prawnych wpływają na istotną poprawę sytuacji. Jeśli chodzi o czynniki zewnętrzne, pozytywny wpływ wywiera stabilizacja w Chinach.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Narażenie na chińskie spowolnienie gospodarcze.</li> <li>&gt; Polityka ujemnych stóp procentowych.</li> </ul>

## Prognozy makroekonomiczne i finansowe

### PROGNOZA MAKROEKONOMICZNA

- Stany Zjednoczone:** w IV kw. 2016 r. nakłady inwestycyjne odbiły się. Popyt wewnętrzny pozostaje czynnikiem napędowym wzrostu gospodarczego. Wzrost wynagrodzeń pozostaje jednak skromny, a inflacja bazowa nadal utrzymuje się poniżej celu Fedu. Niepewność związana z polityką budżetową i handlową Stanów Zjednoczonych utrzymuje się. Biały Dom ogłosił, że kompleksowy budżet zostanie przedstawiony Kongresowi na początku maja. Z perspektywy makroekonomicznej nastroje są optymistyczne (wzrost gospodarczy, inflacja). Niektóre środki wdrożone przez nową administrację mogą jednak mieć negatywne skutki w średniej i długiej perspektywie (inflacja, protekcjonizm), a nawet spowodować zwrot cyklu wcześniej niż oczekiwano.
- Japonia:** W IV kwartale inwestycje odbiły się, co oznaczało zmianę trendu obserwowanego w pierwszych trzech kwartałach 2016 r. Dane opublikowane od końca ubiegłego roku wskazują na ciąg dalszy poprawy sytuacji ekonomicznej w I kwartale. Ponadto polityka fiskalna pozostanie głównym motorem wzrostu. Polityka Banku Japonii, której celem jest utrzymanie zerowej rentowności 10-letnich obligacji skarbowych w przewidywalnej przyszłości, umożliwi utrzymanie dostosowawczych warunków monetarnych.
- Strefa euro:** Ożywienie gospodarcze trwa. Nastroje osiągnęły najwyższy poziom od 2011 r., co świadczy o tym, że stan gospodarki w I kwartale poprawił się w kontekście nadal dostosowawczych warunków monetarnych oraz pomimo wzrostu stóp procentowych. Czynniki tymczasowe (depresiasiacja euro i spadek cen ropy) tracą jednak na znaczeniu, a ryzyko polityczne związane z wyborami (w Holandii, Francji, Niemczech i we Włoszech) pozostaje słabym ogniwem tego regionu. Warto obserwować rozwój sytuacji.
- Brazylia:** zmiana PKB w IV kwartale wyniosła -2,5% r/r, w porównaniu z -2,9% kwartał wcześniej. W 2016 r. gospodarka Brazylii ucierpiała w rezultacie kolejnej poważnej recesji (-3,4%). Nawis wzrostu w 2017 r. pozostaje istotnie ujemny (-1,1%). W rezultacie nadal przewidujemy spadek PKB o 0,5% w 2017 r.
- Rosja:** PKB za III kwartał (-0,4% r/r) małał wolniej niż w poprzednim kwartale (-0,6%). W IV kw. sprzedaż detaliczna nadal spadała. Rosną jednak produkcja przemysłowa oraz wskaźniki PMI. Utrzymujemy nasz scenariusz wyjścia z kryzysu w 2017 r. i przewidujemy wzrost gospodarczy na poziomie 1%.

Średnie roczne (%)	Rzeczywisty wzrost PKB, %			Inflacja (CPI, r/r, %)		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
<b>USA</b>	<b>2,6</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>0,1</b>	<b>1,3</b>	<b>2,5</b>
<b>Japonia</b>	<b>1,3</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,7</b>
<b>Strefa euro</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>1,4</b>
<b>Niemcy</b>	1,5	1,9	1,6	0,1	0,4	1,5
<b>Francja</b>	1,3	1,1	1,3	0,1	0,3	1,2
<b>Włochy</b>	0,8	0,9	1,1	0,1	-0,1	1,1
<b>Hiszpania</b>	3,2	3,2	2,0	-0,5	-0,3	1,3
<b>Wlk. Brytania</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,7</b>	<b>2,5</b>
<b>Brazylia</b>	<b>-3,8</b>	<b>-2,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>9,0</b>	<b>8,0</b>	<b>6,0</b>
<b>Rosja</b>	<b>-3,7</b>	<b>-0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>15,5</b>	<b>7,6</b>	<b>5,5</b>
<b>Indie</b>	<b>7,6</b>	<b>7,5</b>	<b>7,6</b>	<b>5,2</b>	<b>5,4</b>	<b>5,2</b>
<b>Indonezja</b>	<b>4,8</b>	<b>5,0</b>	<b>5,2</b>	<b>6,4</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>
<b>Chiny</b>	<b>6,9</b>	<b>6,7</b>	<b>6,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>
<b>Turcja</b>	<b>4,0</b>	<b>1,5</b>	<b>2,2</b>	<b>7,7</b>	<b>8,0</b>	<b>7,8</b>
<b>Kraje rozwinięte</b>	<b>2,1</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>0,2</b>	<b>0,8</b>	<b>1,9</b>
<b>Kraje wschodzące</b>	<b>4,2</b>	<b>4,1</b>	<b>4,4</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>
<b>Świat</b>	<b>3,3</b>	<b>3,0</b>	<b>3,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>3,0</b>

Zródło: Amundi Research

### PROGNOZA KLUCZOWYCH STÓP PROCENTOWYCH

- FED:** w marcu Fed podwyższył zakres docelowy dla stopy środków federalnych do 0,75-1,00%. Wzrost oczekiwań inflacyjnych okazał się przełomem. W 2017 r. Fed powinien podnieść stopy jeszcze dwukrotnie. Normalizacja sumy bilansowej może stać się motywem rynkowym.
- EBC:** EBC przedłużył swój program luzowania ilościowego do grudnia 2017 r., jednak zmniejszył jego tempo (do 60 mld euro miesięcznie). W krótkim okresie nie należy oczekiwać wielu zmian, ale rozbieżności w obrębie Rady Zarządzającej będą coraz wyraźniejsze.
- Bank Japonii:** będzie kontynuować swoją politykę kontroli krzywej rentowności (YCC) i nie powinien zmienić docelowych poziomów swoich stóp.
- Bank Anglii:** Bank Anglii przeszedł w tryb oczekiwania na rozwój zdarzeń. Wydarzenia związane z negocjacjami w sprawie Brexitu będą mieć kluczowe znaczenie dla ewolucji polityki Banku Anglii.

	2017-03-09	Amundi +6 m.	Konsensus II kw. 2017 r.	Amundi 12m.	Konsensus IV kw. 2017 r.
<b>USA</b>	<b>0,75</b>	<b>1,25</b>	<b>1,10</b>	<b>1,50</b>	<b>1,40</b>
<b>Strefa euro</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Japonia</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,10</b>
<b>Wlk. Brytania</b>	<b>0,25</b>	<b>0,25</b>	<b>0,25</b>	<b>0,25</b>	<b>0,25</b>

### PROGNOZA STÓP DŁUGOTERMINOWYCH

- Stany Zjednoczone:** stopy długoterminowe mogą nieznacznie wzrosnąć w najbliższych miesiącach. Tak czy inaczej, stopy progowe inflacji nie są dalekie od „normalnych” poziomów.
- Strefa euro:** nadal występuje znacząca przestrzeń wzrostu stóp progowych inflacji. Krótki koniec krzywej w tym roku stawiać się coraz bardziej strony w miarę jak rynki będą przygotowywać się do normalizacji swojej polityki stóp procentowych w nadchodzących latach.
- Wielka Brytania:** pogorszenie wskaźników aktywności powinno wyrzucić pewną presję spadkową na brytyjskie rentowności.
- Japonia:** Bank Japonii kontroluje długi koniec krzywej i prawdopodobnie sprzyja spadkowi rentowności obligacji krótkoterminowych.

Rentowność obl. 2-letnich					
	2017-03-09	Amundi +6 m.	Forward +6m	Amundi 12m.	Forward +12m
<b>USA</b>	<b>1,36</b>	<b>1,60/1,80</b>	<b>1,72</b>	<b>1,80/2,00</b>	<b>1,98</b>
<b>Niemcy</b>	<b>-0,83</b>	<b>-0,80/-0,60</b>	<b>-0,74</b>	<b>-0,80/-0,60</b>	<b>-0,64</b>
<b>Japonia</b>	<b>-0,26</b>	<b>-0,40/-0,20</b>	<b>-0,19</b>	<b>-0,40/-0,20</b>	<b>-0,11</b>
<b>Wlk. Brytania</b>	<b>0,09</b>	<b>0,00/0,20</b>	<b>0,10</b>	<b>0,00/0,20</b>	<b>0,23</b>

Rentowności obligacji 2-letnich					
	2017-03-09	Amundi +6 m.	Forward +6 m.	Amundi 12m.	Forward 12m.
<b>USA</b>	<b>2,56</b>	<b>2,60/2,80</b>	<b>2,71</b>	<b>2,40/2,60</b>	<b>2,84</b>
<b>Niemcy</b>	<b>0,38</b>	<b>0,40/0,60</b>	<b>0,52</b>	<b>0,60/0,80</b>	<b>0,65</b>
<b>Japonia</b>	<b>0,10</b>	<b>0</b>	<b>0,16</b>	<b>0</b>	<b>0,22</b>
<b>Wlk. Brytania</b>	<b>1,21</b>	<b>1,40/1,60</b>	<b>1,31</b>	<b>1,40/1,60</b>	<b>1,43</b>

### PROGNOZA DLA WALUT

- EUR:** wraz ze wzrostem rentowności długoterminowych niemieckich obligacji skarbowych oraz w kontekście zamieszania związanego z możliwą zmianą polityki EBC euro powinno w tym roku ulegać aprecjacji, jednak jej warunkiem zostaje też pokonanie kilku przeszkód politycznych.
- USD:** ewolucja kursów dolara amerykańskiego zależy obecnie głównie do różnicy stóp procentowych. Władze Stanów Zjednoczonych (Fed, nowa administracja) nie zaakceptowałyby znaczącej aprecjacji dolara. Znaczące środki stymulujące spowodowałyby jednak aprecjację amerykańskiej waluty.
- JPY:** jen ponownie stał się niedowartościowany. W kontekście polityki kontroli krzywej rentowności wzrost rentowności w Stanach Zjednoczonych powoduje deprecjację jena.
- GBP:** preferujemy krótką pozycję na funcie, ponieważ spodziewamy się, że będzie on nadal tracił na wartości z powodu stopniowego pogarszania się stanu gospodarki.

	2017-03-09	Amundi +6 m.	Konsensus I kw. 2017	Amundi 12m.	Konsensus III kw. 2017
<b>EUR/USD</b>	<b>1,06</b>	<b>1,05</b>	<b>1,04</b>	<b>1,10</b>	<b>1,05</b>
<b>USD/JPY</b>	<b>115</b>	<b>115,00</b>	<b>117,00</b>	<b>115,00</b>	<b>117,00</b>
<b>EUR/GBP</b>	<b>0,87</b>	<b>0,90</b>	<b>0,86</b>	<b>0,90</b>	<b>0,85</b>
<b>EUR/CHF</b>	<b>1,07</b>	<b>1,05</b>	<b>1,07</b>	<b>1,00</b>	<b>1,07</b>
<b>EUR/NOK</b>	<b>9,06</b>	<b>8,70</b>	<b>8,82</b>	<b>8,50</b>	<b>8,64</b>
<b>EUR/SEK</b>	<b>9,56</b>	<b>9,20</b>	<b>9,44</b>	<b>9,00</b>	<b>9,19</b>
<b>USD/CAD</b>	<b>1,35</b>	<b>1,40</b>	<b>1,35</b>	<b>1,45</b>	<b>1,35</b>
<b>AUD/USD</b>	<b>0,75</b>	<b>0,75</b>	<b>0,74</b>	<b>0,70</b>	<b>0,73</b>
<b>NZD/USD</b>	<b>0,69</b>	<b>0,70</b>	<b>0,70</b>	<b>0,67</b>	<b>0,69</b>