

Alokacja aktywów

Nasze przekonania

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

Trzy najważniejsze wydarzenia z ostatniego miesiąca:

- 1. Aktywność gospodarcza nadal wykazuje zachęcające oznaki** — pojawiło się potwierdzenie nieznacznego ożywienia inwestycji (Stany Zjednoczone, strefa euro i Japonia) oraz poprawa w zakresie handlu (zwłaszcza w Azji).
- 2. Polityki monetarne nadal mają charakter dostosowawczy**, ale debaty dotyczące niektórych ich komponentów (skala podwyżek stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych, kontynuacja luzowania ilościowego oraz ujemne stopy procentowe w Europie) w dalszym ciągu wpływają na decyzje dotyczące inwestycji oraz ich terminów — i nie należy się spodziewać zmian w tym zakresie.
- 3. Sytuacja polityczna w Stanach Zjednoczonych komplikuje się** (problemy prezydenta Trumpa z Kongresem, groźby impeachmentu), a w Europie **wkrótce stanie się jaśniejsza** — siła partii „ekstremistycznych” okazuje się mniejsza niż przewidywano. Partia PVV nie wygrała wyborów w Holandii, a Front Narodowy jest już liderem sondaży we Francji.

Fed podniósł stopy procentowe o 25 p.b., jednak rynki zostały tak dobrze przygotowane na tę możliwość, że zmiana nie zaskoczyła nikogo. Niespodzianką było jednak to, że Fed nie podwyższył swojej prognozy wzrostu PKB, prognozy inflacji ani prognozy stóp procentowych. Innymi słowy, Rezerwa Federalna w najmniejszym stopniu nie potwierdziła nadziei, które wielu pokładało w administracji Trumpa i jej planach stymulacji fiskalnej oraz podatkowej. Wielokrotnie sygnalizowaliśmy, że efekt Trumpa jest wyraźnie przeceniany przez rynki finansowe — jak widać, Fed podziela nasze zdanie. Mimo to musimy przyznać, że nie byliśmy do końca szczerzy: mieliśmy trochę nadziei co do amerykańskich akcji i obligacji po wyborze Trumpa, a ponadto ciągle sądzimy, że znacząca obniżka podatku od osób prawnych prawdopodobnie spowodowałaby wzrost wyceny ryzykownych aktywów ze Stanów Zjednoczonych, jednak z jednej strony wydaje się, że gospodarka ma zadyszkę (Trump może wywołać przedłużenie cyklu, ale nie jest w stanie stworzyć nowego), a z drugiej strony akcje są wyraźnie przewartościowane — w istocie mamy do czynienia z bańką spekulacyjną. W rezultacie stanowisko Fedu osłabia aktywa ze Stanów Zjednoczonych. Dobrą wiadomością jest to, że Fed nadal nie przygotowuje się do normalizacji swojej polityki pieniężnej, co w najmniejszym stopniu nas nie zaskakuje.

Problemy Trumpa wynikają nie tylko z braku potwierdzenia jego planów przez Fed, lecz również z zawirowań politycznych: jego uwagi skierowane przeciwko Meksykowi i Chinom (oraz — w mniejszym stopniu — Japonii i Europie), jego negatywne komentarze o amerykańskich służbach specjalnych, a także niechęć Kongresu do przyznania mu narzędzi pozwalających na zwiększenie deficytu budżetowego tylko pogłębiają izolację prezydenta. Oprócz wszystkich tych kłopotów występuje nadal realne ryzyko impeachmentu. Nie musimy to oznaczać, że Trump musiałby opuścić Białą Dom: zarówno Andrew Johnson (1868), jak i Bill Clinton (1998) byli celem tego rodzaju postępowania i uznani za winnych przez Izbę Reprezentantów, by ostatecznie otrzymać uchylene zarzutów od Senatu. Postępowanie w sprawie impeachmentu wszczęto również przeciwko Richardowi Nixonowi (1974), jednak złożył on rezygnację przed jego zakończeniem. Nikt nie może stwierdzić, co wyniknie z pogłosek o postępowaniu w sprawie impeachmentu Trumpa, jednak trzeba przyznać, że ten nowy problem komplikuje stojące przed nim zadanie. To sytuacja, którą warto obserwować.

Mimo iż Fed może mieć wątpliwości co do wzrostu gospodarczego Stanów Zjednoczonych lub zdolności rządu do zwiększenia aktywności gospodarczej bądź inflacji za pośrednictwem polityki fiskalnej i podatkowej, EBC wzbudza zaufanie. Co prawda dobre wskaźniki powracają, dostęp do finansowania jest łatwiejszy, presja deflacyjna słabnie, a inflacja dotarła do poziomu 2%, jednak inflacja bazowa nadal nie przekracza 1%. Innymi słowy, na froncie inflacyjnym panuje cisza. W rezultacie raz jeszcze powinniśmy przedstawić nasze zamiary. Koniec dezinflacji naprawdę mamy już za sobą, a to uzasadnia nasze preferencje m.in. w stosunku do obligacji indeksowanych inflacją. Prawdziwy problem leży jednak gdzie indziej: w rzeczywistości jest nim zdolność EBC do rezygnacji z ujemnych stóp i porzucenia QE. Warunki ekonomiczne nie uzasadniają podjęcia przez EBC takich decyzji właśnie teraz, jednak problemy te niewątpliwie będą wpływać na rynki finansowe.

“ Aktywność gospodarcza: zachęcające oznaki ”

“ Sytuacja Trumpa staje się coraz bardziej skomplikowana ”

“ Fed podniósł swoje stopy procentowe o 25 p.b., nie zaskakując tym nikogo ”

“ Fed nie potwierdza scenariusza Trumpa ”

kwiecień 2017

Dwa komentarze:

1. W przypadku polityki stóp procentowych już przedstawiliśmy swoje stanowisko (prawdę mówiąc, na dobre zanim faktycznie wdrożono ten środek). Pozostajemy przekonani, że kierowanie się na te „niezbadane wody” nie było konieczne, a problem stanowi opuszczenie ich bez spowodowania wstrząsu na rynkach instrumentów stałochodowych i akcji, a także bez pozostawienia wrażenia, iż EBC zdaje sobie sprawę, iż popełnił błąd. Nasz scenariusz jest prosty: wzrost gospodarczy, deflacja oraz wzrost cen spowodują wzrost stóp rynkowych, a EBC udzieli wsparcia temu ruchowi oraz stopniowo podniesie swoje stopy procentowe. Krótko mówiąc, bank nie podejmie działań przed wzrostem stóp, lecz podąży za nim. W rezultacie znajdzie się istotnie „za krzywą”.

2. W przypadku programów skupu aktywów (QE) również kilkakrotnie przedstawiliśmy swoje stanowisko w sposób jednoznaczny. Niewątpliwie w przeciwieństwie do ujemnych stóp plany te cechują się bardzo realnymi zaletami: skutkują trwale ultraniskimi stopami. Jest jednak i druga strona medalu: skupując obligacje skarbowe o wartości przekraczającej emisję netto, EBC wysusza rynki instrumentów stałochodowych i tworzy problemy z płynnością, tym samym powodując anormalnie niskie poziomy stóp (w odniesieniu do ich wartości progowej z pominięciem QE). Innymi słowy, gwałtowne wycofanie QE wywołałoby istotny wzrost stóp procentowych (150 p.b. w przypadku niemieckich dziesięcioleci, 250–350 p.b. w przypadku dziesięcioleci państw peryferyjnych... krótko mówiąc, spowodowałoby prawdziwą katastrofę finansową, nie mówiąc o wpływie na wypłacalność niektórych rządów lub eliminacji swobody fiskalnej związanej z niższymi kosztami finansowania długiem wynoszącymi 1,5%–2% PKB krajów peryferyjnych). Podsumowując, EBC nie może w najbliższym czasie zrezygnować z QE... w najlepszym przypadku nadal będzie redukować swoje zakupy, wyjaśniając, że nie chodzi o zmniejszanie skali programu, tylko o konieczność zapewnienia odpowiedniej płynności. Również pod tym względem EBC będzie raczej reagować niż działać aktywnie. Do zakończenia QE bez szkód potrzeba wyższego wzrostu gospodarczego, większego rygoru fiskalnego, bardziej stanowczego podejścia rządów do kwestii wypłacalności, gwarancji, że rządy poradziłyby sobie z podwyżką stóp... a żaden z tych warunków nie jest obecnie spełniony.

Europejska sytuacja polityczna staje się jaśniejsza. Holendrzy już zagłosowali — koalicja bez partii skrajnie prawicowej (PVV) nabiera właśnie kształtów. Formowanie jej trochę potrwa, jednak zasadniczo przebiega dość sprawnie, co jest dobrą wiadomością dla rynków finansowych. W Niemczech dojdzie do starcia dwóch bardzo proeuropejskich kandydatów (Angeli Merkel i Martina Schultza, wcześniej przewodniczącego Parlamentu Europejskiego) — razem dysponują oni 60% głosów wyborców. Tym samym nie znajdujemy powodów, by martwić się tymi wyborami. We Francji Emanuel Macron wyszedł na prowadzenie sondaży — pewność wyborców wzrasta, a ponadto jest on jedynym kandydatem postrzeganym jako „zdolny do sprawowania urzędu” (w istocie jest jedynym, w przypadku którego odsetek wyborców uważających go za posiadającego odpowiednie predyspozycje przekracza odsetek tych, którzy ich nie dostrzegają). Jego platforma jest proeuropejska, proreformatorska, probiznesowa i prokonkurencyjna... innymi słowy, jego plan przekonuje inwestorów. Pisząc o klarowności sytuacji, mieliśmy również na myśli Brexit: **Zjednoczone Królestwo** pod koniec marca ostatecznie powołało się na artykuł 50 Traktatu Lizbońskiego, a w trakcie następnego spotkania przedstawiciele 28 państw (pod koniec kwietnia) zaczną omawiać warunki wyjścia. W rezultacie wiemy więcej o podjętej decyzji, ale niekoniecznie o towarzyszących jej procedurach. Zalecamy podejście ostrożne, wzięwszy pod uwagę, że rynki są obecnie gotowe do zdecydowanego niedoszacowywania problemów i ich skutków. Oczywiście jedną z głównym kwestii będzie to, jaki dostęp (o ile w ogóle jakkolwiek) Wielka Brytania będzie mieć do jednolitego rynku. Logika podpowiada, że Brytyjczycy nie otrzymają możliwości swobodnego handlu (tak jak na przykład Szwajcaria lub Kanada), ale negocjacje będą trudne, presja będzie wysoka, a interesy instytucji z siedzibami w Londynie mogą okazać się decydujące. W rezultacie będzie to starcie finansistów z politykami i polityków z wyborcami... starcie, które warto bacznie obserwować. Sytuacja w Grecji nadal wzbudza obawy. Niedawny raport MFW podkreśla, że oficjalny scenariusz jest wysoce niewiarygodny, zwłaszcza pod względem prognozy budżetowej. Rozpoczęło się przeciąganie liny pomiędzy organizacją międzynarodową, która chce zwiększenia starań, a krajem, który odrzuca wszelkie dalsze reformy oszczędnościowe... Stawką jest wypłata następnej transzy pomocy — płatność, która jest niezbędna w kontekście zbliżających się lipcowych terminów zwrotu wcześniej zaciągniętych długów.

“
EBC szerzy zaufanie”

“
Jak bez szkód zakończyć okres ujemnych stóp i QE? To ważne pytanie dla EBC... ale będziemy musieli poczekać”

“
Rynki finansowe z przesadną nonszalancją nie doszacowują problemów i skutków Brexitu”

“
Francja, Wielka Brytania, Niemcy, Grecja... tematów politycznych nie brakuje”

kwiecień 2017

Zasadniczo wprowadziliśmy pewne korekty naszej alokacji aktywów.

- Nasza preferencja dla aktywów europejskich utrzymuje się, nawet pomimo tego że może dojść do odbicia w Stanach Zjednoczonych po ogłoszeniu reform podatkowych. Rynek amerykański jest jednak zdecydowanie zbyt drogi (mówimy o bańce spekulacyjnej utrzymującej się od połowy 2016 r.) w kontekście obecnej sytuacji ekonomicznej (poziomu), a także w kontekście tego, co Trumpowi faktycznie uda się osiągnąć w związku ze wzrostem gospodarczym (oczekiwań). Niewątpliwie ma on problemy z wdrożeniem swojego planu w życie, a od dawna oczekiwane reformy podatkowe są już spóźnione. Sądzymy, że cięcia podatkowe dla przedsiębiorstw — o ile zostaną wdrożone — są właściwymi środkami. Pomogą one w repatriacji zysków i inwestycji, a także powinny przyczynić się do wzrostu wyceny amerykańskich akcji — ten jednak mógłby okazać się tymczasowy. W istocie, obawiamy się, że po ogłoszeniu tych środków na rynku amerykańskim może pojawić się bessza (w 2016 r. istniało niewiele powodów, by kupować na rynku europejskim lub na rynkach wschodzących... tak już nie jest). Krytyczne pytanie brzmi: jaka będzie skala spadków? Jeśli nie przekroczą one 10% i będą związane z realokacją portfeli z powodu wartości względnej, rynki europejskie i rynki wschodzące zniosą to. Jeśli spadki okażą się gwałtowniejsze z powodu pęknięcia bańki spekulacyjnej w Stanach Zjednoczonych, ucierpią również Europa i rynki wschodzące. W swojej pozycji (długa na akcjach europejskich) uwzględniamy tę kwestię... jednak sytuację należy bacznie obserwować.
- Europejskie stopy długoterminowe w trakcie ostatniego miesiąca nieco wzrosły. Oczywiście zależą one od wskaźników aktywności gospodarczej (obecnie są one raczej dobre, w tym w Europie) oraz inflacji (nieznacznie w górę: stopa inflacji w strefie euro wynosiła 2%, jednak inflacja bazowa nadal nie przekracza 1%), lecz również od polityki Trumpa (fiskalnej i podatkowej), polityk monetarnych (raczej dostosowawcze) oraz europejskich wyborów — zwłaszcza we Francji. Podsumowując, sądzymy, że uzasadnione jest niezajmowanie długich pozycji.
- Utrzymujemy przeważenie na akcjach w stosunku do obligacji skarbowych. Nasz optymizm dotyczący Europy powraca, ponieważ zyski powinny ponownie się pojawić, a para solidniejszy wzrost gospodarczy/wyższa inflacja nie jest niemiłe widziana. Europa mogłaby wreszcie skorzystać (euro, stopa dywidend, wycena, przyszłe zyski, polityka dywidend, niższa niż gdziekolwiek indziej stopa progowa itp.).
- Nadal utrzymujemy też przeważenie na obligacjach przedsiębiorstw w stosunku do obligacji skarbowych. Należy jednak zauważyć, że amerykańskie obligacje skarbowe, uwzględniając zwiększanie poziomu zadłużenia amerykańskich przedsiębiorstw, są bardziej od swoich europejskich odpowiedników wrażliwe na wszelkie podwyżki stóp... a ponadto mniej płynne niż obligacje europejskie, co najprawdopodobniej jest rezultatem różnicy związanej z typem inwestorów i posiadaczy (coraz więcej detalicznych za Atlantykiem i nadal sporo instytucjonalnych w Europie).
- Ryzyko związane z długiem z peryferii strefy euro oraz państw zbliżonych do jej rdzenia (tj. Francji i Holandii) zostało w ostatnich miesiącach ograniczone i nie kwestionujemy tego wyboru.
- Przed powrotem na rynek amerykańskich obligacji skarbowych czekamy na pojawienie się lepszych poziomów. Od pewnego czasu zwracamy uwagę na to, że amerykańskie obligacje skarbowe warte są szczególnego zainteresowania ze względu na oferowane możliwości carry trade, a także swój naturalny charakter zabezpieczenia makroekonomicznego na wypadek trudności na rynkach wschodzących bądź w Europie. Założenia bazowe nie zmieniają się: jeśli aktywa ryzykowne zanurkują, obligacje skarbowe Stanów Zjednoczonych będą dobrym instrumentem hedgingu makroekonomicznego... chyba że inflacja gwałtownie spadnie i/lub Fed będzie kontynuować podnoszenie stóp. To jednak jest wysoce nieprawdopodobne.
- Nie należy liczyć na znaczący wzrost stóp długoterminowych w strefie euro, ale i nie warto oczekiwać, że osiągną one lepsze poziomy przed francuskimi wyborami.
- Nadal preferujemy obligacje indeksowane inflacją. W I kwartale 2016 r. zdecydowaliśmy się powrócić do obligacji indeksowanych inflacją, postrzeganych jako obiecujące w związku ze swoją skrajnie niską wyceną oraz olbrzymim niedoważeniem w funduszach ze względu na wartość tej klasy aktywów w hedgingu makroekonomicznym. Obecnie inwestujemy w nie z powodów bardziej związanych z ich własnymi czynnikami fundamentalnymi, w tym cyklem inflacji oraz lepszymi cenami ropy (w kontekście krótkich okresów zapadalności obligacji indeksowanych inflacją).
- Kontynuujemy stopniowy powrót na rynki wschodzące; trudności Trumpa związane z wdrożeniem jego planu oraz punkt widzenia Fedu (gwarantujący stopniowość realizacji polityki) stanowią dwa argumenty za dalszym napływem kapitału do tych klas aktywów (dług denominowany w walucie lokalnej, akcje, waluty). Utrzymujemy jednak nasze preferencje dotyczące długu w twardej walucie, w przeciwieństwie do

“ Utrzymujemy preferencyjne traktowanie aktywów europejskich ”

“ Utrzymujemy przeważenie na akcjach w stosunku do obligacji skarbowych ”

“ Nadal utrzymujemy też przeważenie na obligacjach przedsiębiorstw w stosunku do obligacji skarbowych ”

“ Założenia bazowe nie zmieniają się: jeśli aktywa ryzykowne zanurkują, obligacje skarbowe Stanów Zjednoczonych będą dobrym instrumentem hedgingu makroekonomicznego... chyba że inflacja gwałtownie spadnie i/lub Fed będzie kontynuować podnoszenie stóp ”

kwiecień 2017

długu w walucie lokalnej. W średnim terminie rynki wschodzące nadal mają wiele zalet. Atrakcyjne wyceny, często niedowartościowane waluty, znaczące niedoważenie w funduszach, potencjalnie wysokie przepływy kapitału... wszystko to uzasadnia utrzymanie pozytywnego nastawienia.

- Utrzymujemy naszą długą pozycję na USD. Fed nie naciska na aprecjację dolara, jednak nastawienie pozostanie pozytywne, jeśli wkrótce ogłoszone zostaną reformy podatkowe. Należy pamiętać, że w przypadku trudności politycznych w Europie dolar będzie nadal aprecjować (jest to trudny do podważenia argument z kategorii hedgingu makroekonomicznego).
- Nawet jeśli GBP wygląda obiecująco jako podstawa hedgingu makroekonomicznego na wypadek zakłóceń w strefie euro, utrzymujemy wysoce ostrożne podejście do tej waluty. Jak już wielokrotnie powtarzaliśmy, Brexit jest ryzykiem jednostronnym – najbardziej naturalnym i najprostszym urzeczywistnieniem takiego (realnego bądź domniemanego) ryzyka będzie kurs szterlinga.
- Euro powinno utrzymać wyższą od normalnej zmienność, jeśli francuskie sondaże przedwyborcze będą podtrzymywać obawy przed zwycięstwem partii antyunijnej, której platforma polityczna mogłaby istotnie i trwale osłabić wspólną walutę. Wyniki sondaży, które pod względem statystycznym stają się coraz bardziej reprezentatywne i wiarygodne w miarę zbliżania się terminów wyborów, zmierzają w tym kierunku w coraz mniejszym stopniu.
- Waluty takie jak SEK i NOK są nadal obiecujące: Szwecja i Dania nie tylko nie należą do UE i unii walutowej, lecz również mają naszym zdaniem obecnie dość niedowartościowane środki płatnicze przy bardzo (często nadmiernie) dostosowawczej polityce monetarnej.
- Strategie hedgingu makroekonomicznego są również utrzymywane. Globalne tło geopolityczne, napięcia dyplomatyczne między Stanami Zjednoczonymi i innymi ważnymi krajami (zwłaszcza Chinami) oraz kontekst polityczny w Europie uzasadniają pewne środki ochronne. Z tej perspektywy szczególnie atrakcyjne są rynki obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych, zmienność, opcje sprzedaży na rynku akcji, gotówka w USD oraz obligacje indeksowane inflacją. Dla inwestorów zamierzających grać na poważniejsze ostrzeżenia istotne stają się długie pozycje na złocie. Ci, którzy chcą zabezpieczyć się wyłącznie przed europejskimi źródłami ryzyka, powinni zająć długie pozycje na zmienności, USD, JPY oraz amerykańskich obligacjach skarbowych.



Obligacje indeksowane inflacją mają wartość w obecnym otoczeniu ”



Trudności Trumpa? „Zielone światło” dla rynków wschodzących ”



Czy negocjacje w sprawie Brexitu właśnie się rozpoczynają? Ostrożnie z GBP ”



Utrzymać strategię hedgingu makroekonomicznego ”

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

Alokacja aktywów

Temat miesiąca

Trump, Brexit, europejskie wybory... nie wszystko idzie zgodnie z planem... Przegląd, scenariusze i strategię

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

Przejdźmy do sedna sprawy — podjętej przez premier Wielkiej Brytanii Theresę May decyzji o powołaniu się na artykuł 50, rozpoczynającej negocjacje w sprawie procedur opuszczenia Unii Europejskiej, a także francuskich wyborów, ponieważ znamy już liczbę i nazwiska kandydatów.

W ubiegłym roku wspomnieliśmy o poważnym błędzie rynków finansowych, jakim jest niewłaściwa wycena ryzyka związanego z kluczowymi wydarzeniami, takimi jak efekt Trumpa, Brexit i wybory w Europie. Wydaje się, że nasze prognozy ziszczają się. Wyjaśnienia poniżej.

- Prezydent Trump ma obecnie poważne problemy z Kongresem, Fedem, własnymi służbami specjalnymi oraz partnerami zagranicznymi (zwłaszcza Chinami i Meksykiem). Pojawiają się nawet kwestia możliwego postępowania w sprawie impeachmentu oraz pogłoski o rezygnacji — krótko mówiąc, wiele niezwykłych i bezprecedensowych sytuacji w trakcie pierwszego półrocza od objęcia urzędu. Wprowadzenie obiecanych reform, z których część jest faktycznie istotna i niezbędna, a niekiedy wysoce pożądana przez rynki (zwłaszcza w przypadku infrastruktury i podatków) opóźnia się. Porażki, takie jak odrzucenie reformy Obamacare, nabierają znaczenia. A plany takie jak wprowadzenie cel załamują się. Krótko mówiąc, tym, którzy zachowywali optymizm po wyborze Trumpa, wylano kubel zimnej wody na głowę — źródłem rozczarowania są wszystkie wspomniane powyżej niedawne wydarzenia, a także podjęta przez Fed decyzja, który co prawda podniósł stopy procentowe, ale bynajmniej nie skorygował własnych prognoz wzrostu gospodarczego, inflacji czy właśnie poziomu stóp procentowych, tak jakby pojawienie się Trumpa niczego nie zmieniło w zakresie perspektyw gospodarczych. W rezultacie jesteśmy przekonani, że efekt Trumpa jest przeszacowany, a jego wpływ na wzrost gospodarczy będzie umiarkowany. Taką właśnie postawę przyjmowaliśmy od samego początku.
- Inwestorzy już od kilku miesięcy nie zaprzękali sobie umysłów Brexitem — dla niektórych wydaje się on niepewny lub abstrakcyjny, podczas gdy inni traktują go tak, jakby wszystko było już od dawna załatwione. W istocie, wielu uważało (i być może nadal uważa) go za niezbyt znaczące wydarzenie, sądząc, że Brytyjczycy ostatecznie prawdopodobnie dostaną to, czego chcą, uwzględniając słabość niezdolnej do wykreowania spójnej wizji czy całkiem po prostu niezdolnej do zajęcia jednoznacznego stanowiska czy podjęcia decyzji Unii Europejskiej. Nic nie jest mniej pewne. Sądźmy, że również dla nich ryzyko rozczarowania jest całkiem realne. Wystarczy przyrzeć się relacjom Szwajcarii, Norwegii czy Kanady z Unią Europejską, aby przekonać się, że żaden kraj nie uzyskał niezależności polityki handlowej i imigracyjnej przy jednoczesnym pełnym dostępie do jednolitego rynku (towarów i usług), i to za darmo, tzn. bez płacenia składki do europejskiego budżetu. Warto wspomnieć, że reakcja państw europejskich na wieść o Brexicie była nieco mniej chaotyczna lub konfliktogenna niż obawiali się tego niektórzy obserwatorzy, co prawdopodobnie oznacza, że negocjacje będą przebiegać w sposób uporządkowany.
- Dochodzimy wreszcie do tematu europejskich wyborów, które stanowią zagadkę. Dotychczas partie populistyczne nie były w stanie wygrać wyborów: ani w Hiszpanii, ani w Holandii, ani w Austrii. Najprawdopodobniej będzie tak też we Francji: Front Narodowy, którego boją się wszyscy inwestorzy, osiągnął już szczyt swoich możliwości sondażowych i przewiduje się, że Macron pokona go z dużym zapasem. Co więcej, w Niemczech nigdy dotychczas nie startowało dwoje tak prounijnych kandydatów na urząd kanclerza, jak Angela Merkel i Martin Schulz — wyborcy przestali też interesować się partiami skrajnie prawicowymi i populistycznymi, które na tym etapie są marginalizowane. Wisienką na torcie — o ironio — jest to, że ostatecznie partie populistyczne nie wygrały w Unii Europejskiej, ale udało im się to

Podsumowanie

Efekt Trumpa, efekt Brexitu i wpływ europejskich wyborów to prawdopodobnie najważniejsze czynniki ryzyka/okazji na rok 2017. Wspominaliśmy, że zagrożenia związane z tymi wydarzeniami są niewłaściwie dyskontowane przez rynki finansowe, z tendencją do obojętności w przypadku Brexitu, optymizmu w przypadku efektu Trumpa oraz pesymizmu w przypadku europejskich wyborów.

Naszym zdaniem te trzy postawy nie są rozsądne. Są to oczywiście znaczące wydarzenia, ale musimy poświęcać więcej uwagi następstwom powołania się na artykuł 50 Traktatu Lizbońskiego, dający Wielkiej Brytanii zielone światło do negocjacji sprawie opuszczenia UE, a ponadto musimy zachować bardziej konstruktywne podejście do europejskich wyborów, które po kolei pokazują, że populizm nie ma na tyle silnej pozycji, by decydować o polityce państw (w przeciwieństwie do Stanów Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii). Musimy też zachować większą ostrożność, jeśli chodzi o „efekt Trumpa”: nie stawiać na przyspieszenie wzrostu gospodarczego i zachować nieufne podejście do hossy, której źródłem ma być obecna polityka ekonomiczna. Konsekwencje są jasne: niższe podwyżki stóp, zagrożenie dla akcji amerykańskich, mniejsze ryzyko aktywów europejskich, potencjalne zagrożenie dla GBP oraz dobra pozycja klas aktywów z rynków wschodzących.

“ Fed w ogóle nie skorygował własnych prognoz wzrostu gospodarczego, inflacji i poziomu stóp, tak jakby pojawienie się Trumpa niczego nie zmieniło w zakresie perspektyw gospodarczych ”

“ Rynki nie zwracały uwagi na Brexit... To poważny błąd! ”

kwiecień 2017

w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii. W Zjednoczonym Królestwie (z wyjątkiem Szkocji i Irlandii Północnej) wygrali Brexiterzy, podczas gdy w USA zwyciężył Trump. Przypomina to okresy, w których europejskie deficyty budżetowe rządu 4–5% były żarliwie komentowane i krytykowane przez kraje z deficytami zbliżonymi do 10% (zwłaszcza USA, Wielką Brytanię i Japonię)!

Niewątpliwie przeszacowaliśmy efekt Trumpa (pod względem wpływu na wzrost gospodarczy) i nie doszacowaliśmy efektu Brexitu (wzrost gospodarczy i polityka), a jednocześnie przeceniliśmy wpływ europejskich wyborów (nie musi stanowić ryzyka systemowego dla UE lub unii walutowej) — uświadomienie sobie tego wystarczy do zakwestionowania alokacji aktywów wielu portfelach z całego świata.

Co w rzeczywistości wymaga korekty? Konieczne jest ponowne przeanalizowanie pięciu istotnych aspektów:

- 1. Polityka monetarna Fedu oraz otoczenie polityki monetarnej:** Fed nie normalizuje swojej polityki monetarnej. W otoczeniu niesprzyjającym korygowaniu własnych prognoz Fed podejmuje próbę odzyskania pola manewru; i to wszystko. Poza tym nadal nie zakończył luzowania ilościowego, ponieważ kontynuuje reinwestowanie środków z posiadanych zapadających instrumentów dłużnych. Mimo iż w dalszym ciągu można się spodziewać dwóch podwyżek stóp w 2017 r., sądzimy, że praktycznie na pewno nie będzie ich więcej.
- 2. Poziom stóp długoterminowych w USA** zależy zasadniczo od polityki monetarnej, inflacji oraz wzrostu gospodarczego. W obecnym otoczeniu trudno jest wyobrazić sobie stopniowe i regularne podwyżki.
- 3. Rynki akcji w USA** są ryzykowne: przed wyborami występujące na nich wyceny były wysokie. Od tamtej pory sytuacja tylko się pogorszyła. Można bezpiecznie przyjąć, że bez pewnej poprawy pod względem wzrostu gospodarczego lub zysków przedsiębiorstw reformy podatkowe i budżetowe będą ostatnim czynnikiem zdolnym do poprawy wyceny akcji, zanim problemy w tym zakresie staną się ewidentne. Konieczne jest zachowanie ostrożności. Podczas gdy rynki instrumentów stałodochodowych zdyskontowały ostrożność Fedu, nie można tego powiedzieć o rynkach akcji, które dotychczas nie uwzględniły braku korekty prognoz ekonomicznych i finansowych w górę. Opóźnienie to prawdopodobnie zostanie wkrótce skorygowane. Kluczowe znaczenie ma kwestia skali korekty: jeżeli ograniczy się ona do 10% (ze względu na natychmiastową reakcję banków centralnych, polityki ekonomiczne itp.), a pozostałe rynki wytrzymają jej skutki (zwłaszcza akcje europejskie i aktywa z rynków wschodzących)... ale jeśli jej skala będzie duża, będziemy mieć do czynienia z zupełnie inną historią.
- 4. Akcje europejskie** odzyskują zainteresowanie inwestorów, jeśli perspektywy wyborcze staną się jaśniejsze, co naszym zdaniem nastąpi. Wielu inwestorów — zwłaszcza zagranicznych — zdecydowało się zachować dystans ze względu na towarzyszącą wyborom niepewność. Gdy obecne źródła takiej niepewności utracą znaczenie, pozostałe premie za ryzyko zaczną być postrzegane jako nadmierne... co będzie skutkowało ich przejmowaniem. Nie warto czekać.
- 5. Perspektywy rynków wschodzących** zależą od polityki handlowej Stanów Zjednoczonych, a także od wzrostu stóp (długoterminowych) oraz zacieśniania polityki pieniężnej. Również i w tym przypadku na wszystkich frontach sytuacja wydaje się nam jaśniejsza. Postawa Fedu oraz praktycznie pewność co do tego, że Stany Zjednoczone nie wdrożą ceł, sugerują, że nadeszła dobra pora na kontynuację dobrej passy rynków wschodzących.

Podsumowanie

2016 był rokiem dość negatywnym — Wielka Brytania podjęła decyzję o opuszczeniu Unii Europejskiej (zarówno zwolennicy Brexitu, jak i ich przeciwnicy mieli krytyczne nastawienie do Unii, jednak zalecali przyjęcie dwóch różnych strategii: opuszczenia jej bądź walki od wewnątrz), zaś Amerykanie zagłosowali za kandydatem promującym protekcyjizm oraz państwowy egoizm. 2017 w istocie mógłby okazać się bardziej pozytywnym rokiem, a wydarzenia w Europie mogą okazać się mniej negatywne niż się początkowo obawiano. Odpowiedź poznamy w trakcie najbliższych kilku tygodni, gdy ogłoszone zostaną wyniki wyborów we Francji... nie twierdzimy tak dlatego, że ignorujemy pozostałe europejskie głosowania, lecz dlatego, że krajowe wybory jeszcze nigdy nie miały tak dużego znaczenia dla przyszłości Europy, jak w przypadku najbliższego głosowania we Francji.

“

O ironio, ostatecznie partie populistyczne nie wygrały w Unii Europejskiej, ale udało im się to w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii — w Zjednoczonym Królestwie wygrali Brexiterzy, podczas gdy w USA zwyciężył Trump”

“

Mimo iż w dalszym ciągu można się spodziewać dwóch podwyżek stóp w 2017 r., sądzimy, że praktycznie na pewno nie będzie ich więcej”

“

Akcje z USA: prędzej czy później powrócą problemy z nadmierną wyceną. Konieczne jest zachowanie ostrożności”

“

Akcje europejskie: gdy obecne źródła niepewności utracą znaczenie, pozostałe premie za ryzyko zaczną być postrzegane jako nadmierne... co będzie skutkowało ich przejmowaniem”

kwiecień 2017

W poniższej tabeli przedstawiono podsumowanie trzech głównych wydarzeń — każde z nich z perspektywy nadziei (Trump i Brexit) oraz obaw (Europa), a następnie z perspektywy scenariusza, który naszym zdaniem ma szansę na realizację. Uwaga: znaczące różnice...

	Polityka monetarna	Stopy długoterminowe	Spready stóp w Europie	Akcje	Rynki wschodzące	Dolar	Prawdopodobieństwo
Trump i wysokie nadzieje na wzrost gospodarczy	Fed jest w stanie znormalizować swoją politykę monetarną	Podwyżka stóp... zmiana trendu	Efekt neutralny	Hossa w USA i Europie	Wygląda dobrze, o ile USA nie wprowadzi restrykcyjnej polityki handlowej	Raczej hossa	20%
Trump i brutalna rzeczywistość	Fed ostrożnie odzyskuje pewne pole manewru, ale trudno to nazwać normalizacją	Brak zmiany reżimu, długoterminowe stopy w USA nadal w zakresie	Efekt neutralny	Akcje europejskie mają przewagę	Rozsądek Fedu, brak ceł, umiarkowany wzrost PKB... kluczowe znaczenie dla rynków wschodzących	Stabszy dolar	80%
Brexit i wielkie nadzieje polityczne	Niski wpływ	Niski wpływ	Niski wpływ	Niski wpływ	Niski wpływ	Niski wpływ	20%
Brexit i rzeczywistość ekonomiczna	Bank Anglii kontynuuje ultradostosowawczą politykę	Premia za ryzyko w stosunku do rynku brytyjskiego	Wpływ neutralny	Premia za ryzyko w stosunku do rynku brytyjskiego	Ograniczony wpływ bezpośredni przy braku istotnego wpływu na Europę	USD i EUR mocne do GBP	80%
Europejskie wybory i obawy przed ryzykiem systemowym	EBC stosuje ultradostosowawczą politykę monetarną (QE, TLTRO, ultraniskie stopy itp.)	Nieznane terytorium, ale wzrost stóp długoterminowych w całej Europie (z wyjątkiem Niemiec?)	Znaczący wzrost spreadów stóp procentowych	Premia za ryzyko w stosunku do akcji europejskich	Zła wiadomość dla wielu gospodarek wschodzących eksportujących do krajów UE	Mocny dolar do euro	10%
Europejskie wybory i scenariusz optymistyczny	Brak pilności odwrócenia kierunku polityki monetarnej, większy spokój w EBC	Niski wpływ na rdzeń unii walutowej	Istotne zacieśnienie spreadów stóp... dopóki program QE EBC będzie realizowany	Przewaga akcji europejskich w większości ignorowana, aż do teraz	Większa ulga i „zielone światło” dla przepływów kapitałowych	Raczej korzystne dla euro i bardzo dobre dla walut rynków wschodzących	90%

Czynniki ryzyka

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

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

[ŹRÓDŁO RYZYKA NR 1] Rozczarowanie policy-mix Stanów Zjednoczonych

[PRAWDOPODOBIENSTWO] 75%

ANALIZA Wybór Donalda Trumpa niewątpliwie reprezentuje wielką zmianę w amerykańskiej filozofii — obecnie mniejsze znaczenie będzie mieć logika „policjanta świata”, a kraj bardziej skupi się na swoich sprawach. Niezależnie od tej zmiany pojawiło 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 jednak 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 sprawia również, że przewidywanie zachowania rynków instrumentów stałochodowych staje się trudniejsze. Trudności Trumpa w relacjach z Kongresem, służbami specjalnymi oraz Fedem nie ułatwiają tego zadania. Pogłoski o możliwym impeachmentie tylko zwiększają niepewność. Nigdy nie sądziliśmy, że plan ten ma szanse na realizację, ale całkowity brak umiejętności ożywienia wzrostu gospodarczego nieuchronnie doprowadziłby do poważnego rozczarowania rynków finansowych, które naszym zdaniem oczekiwały od prezydenta Stanów Zjednoczonych zbyt wiele. 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, podobnie jak w wielu innych krajach, 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 Uwzględniając konflikty między administracją Trumpa i Janet Yellen, można mieć poważne wątpliwości, czy przewodnicząca Fedu zostanie powołana na kolejną kadencję (pierwsza kończy się w 2018 r.). Trump skrytykował „samozadowolenie” autorów polityki monetarnej, a Republikanie również odnoszą się do Yellen raczej wrogo, zwłaszcza w odniesieniu do jej poglądów na regulację, których ograniczenie jest priorytetem dla prezydenta. Zrozumienie przekazu dotyczącego stóp procentowych przysparza pewnych trudności: jak można jednocześnie osiągnąć szybszy wzrost PKB, osłabienie dolara i zaostrzenie polityki monetarnej? Niewłaściwa interpretacja intencji lub decyzji Fedu od dawna stanowi znaczący czynnik ryzyka. 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. Fed stara się obecnie nie dopuścić do aprecjacji dolara. Co więcej, nie zmienił swoich prognoz dotyczących wzrostu gospodarczego, inflacji czy polityki stóp procentowych. Krótko mówiąc, nie zrobił nic, aby potwierdzić nadzieje związane z wpływem „efektu Trumpa”

kwiecień 2017

Czynniki ryzyka

na sytuację w Stanach Zjednoczonych. Mimo wszystko od Fedu oczekuje się dwukrotnego podwyższenia stóp do końca 2017 r. Jest jednak jedno zastrzeżenie: Fed musi unikać 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.

[RYZYKO 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 pokazaną listę globalnych źródeł deflacyjnej. Najnowsze wskaźniki ograniczyły to ryzyko — wzrost PKB w skali rocznej w ostatnich kilku kwartałach ustabilizował się na poziomie 6,5–7%. Wprowadzenie ceł na poziomie 45% (które Donald Trump obiecywał w trakcie kampanii) niewątpliwie sprzyjałoby zainicjowaniu tej spirali ujemnego sprzężenia zwrotnego, jednak w ogóle nie wierzymy w zastosowanie takiego środka. Należy uważnie obserwować sytuację w zakresie chińskiego długu, ponieważ niektóre z opisujących go wskaźników w trakcie ostatnich kilku lat osiągnęły szczególnie problematyczne poziomy — można tu wymienić choćby stosunek zadłużenia do PKB oraz jego długoterminowy trend. Jest to jeden ze wskaźników preferowanych przez Bank Rozliczeń Międzynarodowych — uważa go on za najlepszy prognostyk kryzysu finansowego. Ewolucji tego parametru w trakcie ostatnich 10 lat nie można uznać za przesadnie uspokajającą.

WPLYW NA RYNEK Taki scenariusz (twarde lądowanie, pęknięcie bańki kredytowej) 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), istnieje możliwość, że dojdzie do nowej 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 spóźnia 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 antymigracyjny (z redukcją siły roboczej i populacji, a także wzrostem kosztów pracy) oraz renowacja umów handlowych mogłyby doprowadzić gospodarke na próg recesji. Jest jednak mało prawdopodobne, by program ten został przyjęty w obecnej postaci.

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. W przypadku realizacji scenariusza bańki spekulacyjnej możemy spodziewać się wysoce negatywnego wpływu na aktywa ryzykowne — zwłaszcza na rynku amerykańskim. 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.

kwiecień 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 protekcyjnej 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 zostałaby 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.

WPLYW 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 i w zakresie cen surowców**

[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. Ryzyko to jednak w ostatnich miesiącach zmalało: wzrost cen ropy (zwiększona spójność w OPEC), dyskutowanie wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych, Japonii i Europie, „mądrość” Fedu oraz napływ kapitału (z wyjątkiem Chin) to czynniki, dzięki którym rynki te nabrały wigoru. Obawy przed przywróceniem protekcyjizmu w Stanach Zjednoczonych doprowadziły do powrotu wątpliwości dotyczących wyników gospodarczych wielu gospodarek wschodzących.

WPLYW 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 opłacalny 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 powołała się na artykuł 50 dnia 29 marca, a następnie większe spotkanie europejskich funkcjonariuszy (pod koniec kwietnia) zostanie poświęcone rozpoczęciu negocjacji w sprawie wycofania się Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej. Według szacunków Wielka Brytania w tym scenariuszu mogłaby „stracić” 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 w szczególności na rynku usług), a także z osiągnięciem pożądanej niezależności bez ograniczeń narzucanych przez UE. Wydaje się to nieprawdopodobne, a w każdym razie to właśnie będzie stawką w negocjacjach, które rozpoczną się 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.

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

kwiecień 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 ucierpiąby 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 poradzeniem sobie z odejściem 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) poradzenia sobie 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 (wysoko 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, co nie będzie łatwe.

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 scenariusze 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 analizie Banku Anglii sprzed nieco ponad dwóch lat, 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. Tak czy inaczej, nie jesteśmy optymistami: ujemne stopy szkodzą bankom, koszt kapitału pozostaje wysoki (w rzeczywistości odzwierciedlając ciężar dotychczasowych kryzysów), a obawy przed nowym kryzysem, niepewność związana z regulacjami oraz trudności, jakie sprawia inwestorom odróżnianie poszczególnych banków od całych systemów bankowych nadal wpływają na rynki. 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 antykryzysowy EBC, obejmujący nadzór bankowy i testy obciążeniowe. Co więcej, zapewnianie przez EBC rozwiązania zwiększające dostęp do płynności już od ponad dwóch lat znacząco ograniczają ryzyko związane z poszczególnymi podmiotami oraz ryzyko systemowe. Warto obecnie stawiać na powrót wzrostu gospodarczego, jednak rozsądne jest też zadanie pytania o to, jak dobrze banki poradzą sobie z utrzymaniem ujemnych stóp — zwłaszcza uwzględniając to, że presja na rentowność wzrosła w związku z problemem

Czynniki ryzyka

digitalizacji. Niemniej należy pamiętać, że w trakcie ostatnich kilku miesięcy — a w szczególności 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.

WPŁYW 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.

WPŁYW 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 perspektywy 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 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 postulatom, 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.

WPŁYW NA RYNEK Obecne zagrożenia polityczne zostały wyraźnie zidentyfikowane, ale perspektywa znaczących wyborów w Europie nieuchronnie doprowadzi do wzrostu zmienności i pojawienia się pytań o nadzór oraz przyszłe przywództwo w UE. Czy jednak wpłynie to na perspektywy 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 Na horyzoncie mamy cztery bitwy wyborcze: francuskie wybory prezydenckie (23 kwietnia i 7 maja 2017) oraz parlamentarne (11 i 18 czerwca). Powiedzmy jasno: problem z wszystkimi 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. 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 lub jej przejścia do drugiej tury. Według bieżących sondaży Emmanuel Macron (Ruch „En Marche!”, umiarkowana lewica) wyprzedziłby Marine Le Pen, François Fillona (konserwatywna prawica), Jean-Luca Mélenchona (lewica) i Benoît Hamona (Partia Socjalistyczna) — uzyskaliby oni odpowiednio 25,5%, 24%, 18%, 15% oraz 10%.

- Następnie według publikowanych raportów i obecnych wyników sondaży Marie Le Pen zostanie prawdopodobnie wyeliminowana w drugiej rundzie wyborów prezydenckich. W drugiej turze Macron wygrałby z Le Pen. 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 (będący liderem sondaży E. Macron) będzie musiał przyciągnąć wyborców, aby uzyskać większość prezydencką w wyborach parlamentarnych, co jest jedynym sposobem na utworzenie stabilnego rządu. Ponieważ jest kandydatem wyraźnie prounijnym, jego wygrana wzmocniłaby oś francusko-niemiecką. 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.

WPŁYW 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, według niektórych komentatorów, kontynuację trendu

kwiecień 2017

Czynniki ryzyka

wyznaczonego przez Brexit oraz wybór Donalda Trumpa w Stanach Zjednoczonych. Nie jest to nasz pogląd. 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 znaczący spadek spreadów obligacji skarbowych i CDS-ów po wyborach.

[ŹRÓDŁO RYZYKA NR 17] **Utrzymujący się wzrost oprocentowania europejskich obligacji** [PRAWDOPODOBIENSTWO] **20%**

ANALIZA Od czasu kryzysu finansowego stopy długoterminowe szybko spadają — nawet do poziomów ujemnych — 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. Zwłaszcza od 2016 r. 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 (por. temat miesiąca, „*Rentowności obligacji: zmiana reżimu czy zmiana pasma wahań?*”, Cross Asset Investment Strategy, luty 2017, s. 7–9). 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 stawianie na trwały wzrost stóp długoterminowych w Stanach Zjednoczonych wydaje się przedwczesne i przesadzone — konkluzja ta ma jeszcze większe znaczenie w przypadku strefy euro, ponieważ pod względem wzrostu gospodarczego, inflacji, cyklu polityki monetarnej, programu QE Europejskiego Banku Centralnego oraz (stosunkowo) niewielkiej zdolności do ponownego uruchomienia silnika gospodarczego za pomocą środków budżetowych i fiskalnych europejskie rynki są efektywnie chronione przed skutkami rosnących 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).

WPŁYW 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.

Perspektywa makroekonomiczna

AMERYKA PŁN. I PŁD.		CZYNNIKI RYZYKA
STANY ZJEDNOCZONE	<p>Przedłużenie cyklu wzrostu na tle znaczącej niepewności politycznej</p> <ul style="list-style-type: none"> > Tło ekonomiczne jest nadal pozytywne. Wskaźniki klimatu biznesowego są solidne od czasu wyboru Donalda Trumpa, a choć część rzeczywistych danych ma bardziej niejednorodny charakter, liczba nowych etatów utrzymuje się na stabilnym poziomie, co pozwala na nieznaczny wzrost wynagrodzeń. Na razie inflacja bazowa pozostaje pod kontrolą. > Mimo wysokich oczekiwań widoczność polityki ekonomicznej, którą może prowadzić Donald Trump, pozostaje kiepska. Realizacja niektórych z jego obietnic wyborczych (takich jak uchylenie Obamacare) została już udaremniona przez frakcje Partii Republikańskiej. > Prawdopodobne jest osiągnięcie porozumienia przynajmniej w kwestii cięć podatkowych i deregulacji (zwłaszcza w przypadku finansów, ochrony środowiska oraz opieki zdrowotnej), co będzie mieć stymulujący wpływ na gospodarkę w 2018 r. Jeśli jednak chodzi o wdrożenie znaczących środków o charakterze protekcyjnym, niepewność jest bardzo wysoka. 	<ul style="list-style-type: none"> > Istotna niepewność towarzysząca decyzjom nowej administracji. > Potencjał wzrostu opóźniony w przewidywalnej przyszłości (trwała stagnacja). > Erozja marż przedsiębiorstw.
BRAZYLIA	<ul style="list-style-type: none"> > 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 konsumpcyjne (-2,9% r/r). W 2016 Brazylia trwała w recesji, odnotowując spadek PKB o 3,4%. > Inflacja znacząco spowolniła, a brazylijski bank centralny rozpoczął cykl łagodzenia polityki pieniężnej w kontekście słabości wskaźników cyklicznych. 	<ul style="list-style-type: none"> > Gwałtowna aprecjacja reala brazylijskiego. > Łagodzenie polityki fiskalnej.
EUROPA		
STREFA EURO	<p>Bardzo dobry początek roku pomimo ryzyka politycznego.</p> <ul style="list-style-type: none"> > Wskaźniki za początek roku 2017 okazały się lepsze niż oczekiwano, a niektóre osiągnęły 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 mógłby wygenerować presję inflacyjną. Na razie inflacja bazowa utrzymuje się na stabilnym poziomie nieznacznie poniżej 1% rocznie. > 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. 	<ul style="list-style-type: none"> > Ryzyko polityczne (liczne wybory, wzrost znaczenia partii anty-establishmentowych, Brexit). > Rozprzestrzenienie się problemów gospodarczych i finansowych, z którymi borykają się rynki wschodzące. > Wzrost ryzyka geopolitycznego.
WIELKA BRYTANIA	<p>Sytuacja gospodarcza jest lepsza niż oczekiwano. W 2017 r. niepewność polityczna będzie jednak mieć istotne znaczenie.</p> <ul style="list-style-type: none"> > Rząd Wielkiej Brytanii powołał się na artykuł 50 Traktatu Lizbońskiego, co oznacza, że Brexit stał się nieodwołalnym. Wielka Brytania ma dwa lata na ustalenie warunków opuszczenia Unii Europejskiej, czyli raczej niewiele czasu. Kompletny brak widoczności przyszłych relacji z UE oraz nadchodzące trudne negocjacje ostatecznie niekorzystnie wpłyną na gospodarkę, jednak najprawdopodobniej nie przed 2018 r. Na razie wzrost gospodarczy utrzymuje się. > Inwestycje prywatne oraz wydatki konsumpcyjne znajdują się pod wpływem rosnącej inflacji związanej z deprecjacją funta oraz niepewnością dotyczącą perspektyw na przyszłość. 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. 	<ul style="list-style-type: none"> > Szok związany z niepewnością dotyczącą Brexitu. > Deficyt finansów publicznych i deficyt na rachunku bieżącym nadal bardzo wysokie.
AZJA		
CHINY	<p>Chiny: stabilizujący wpływ na globalną gospodarkę i waluty w roku 2017 i prawdopodobnie również 2018</p> <ul style="list-style-type: none"> > Sądźmy, że stabilizacja ekonomiczna Chin będzie się utrzymywać przez cały rok 2017 i na początku roku 2018. > 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. > Dłuższa niż oczekiwano stabilizacja chińskiej gospodarki (2016–2018) stwarza podstawy do globalnego ożywienia, na którym z pewnością skorzystają sektory cykliczne, towary oraz rynki wschodzące. 	<ul style="list-style-type: none"> > Wpływ na globalną stabilizację ekonomiczną i walutową w roku 2017 oraz prawdopodobnie również 2018. > Dzięki stabilizacji gospodarki Chin w latach 2016–2018 formuje się właśnie przedłużony cykl globalny.
INDIE	<p>Indie: w 2017 r. stabilny motor wzrostu dla Azji pomimo demonetyzacji</p> <ul style="list-style-type: none"> > 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. > Nasz scenariusz bazowy zakłada dłuższe utrzymanie inflacji na umiarkowanym poziomie w 2017 r. Sądźmy, że demonetyzacja będzie mieć jedynie tymczasowy wpływ na wzrost gospodarczy i inflację. > Główne kwestie sporne związane z podatkiem od towarów i usług zostały rozstrzygnięte — najprawdopodobniej zostanie on wdrożony w lipcu 2017 r. 	<ul style="list-style-type: none"> > Wzrost gospodarczy Indii po demonetyzacji prawdopodobnie utrzyma się na stabilnym poziomie. > Dłuższe utrzymanie umiarkowanej inflacji.
JAPONIA	<p>Ożywienie nadal trwa, a wzrost gospodarczy wykracza ponad potencjał.</p> <ul style="list-style-type: none"> > Opublikowane na początku kwietnia przez Bank Japonii badanie Tankan potwierdziło dobrą kondycję popytu wewnętrznego (inwestycji) oraz wykazało, że ujemne stopy nie wywarły istotnego wpływu na warunki kredytowania. Bezrobocie osiąga 20-letnie minimum wynagrodzenia pracowników (niepełnoetatowych) rosną, a zyski się poprawiają. Będziecie fiskalne oraz cięcia podatku od osób prawnych stanowią istotne czynniki wspierające. 	<ul style="list-style-type: none"> > Narażenie na chińskie spowolnienie gospodarcze. > Polityka ujemnych stóp procentowych.

Prognozy makroekonomiczne i finansowe

PROGNOZA MAKROEKONOMICZNA

- Stany Zjednoczone:** ożywienie gospodarcze nadal jest solidne i umożliwiła stałą poprawę na rynku pracy. Wzrost wynagrodzeń pozostaje 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. Cokwartalne badanie Tankan Banku Japonii wykazuje solidny wzrost gospodarczy w I kwartale. Ponadto polityka fiskalna pozostanie głównym motorem wzrostu. Bank Japonii kontynuuje dostosowawczą politykę monetarną.
- Strefa euro:** trwa konsolidacja ożywienia gospodarczego. 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. Źródła ryzyka politycznego (Francja, Niemcy i Włochy) pozostają jednak słabym ogniwem 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:** wzrost PKB w IV kwartale był dodatni i wyniósł +0,3% r/r. Ogółem w 2016 r. kraj doznał recesji na poziomie -0,2%, czyli mniej dotkliwej niż w naszym scenariuszu (-0,7%). Należy zauważyć, że rosyjski urząd statystyczny zrewidował swoje dane o PKB. W rezultacie w 2015 r. recesja wyniosła jedynie -2,8%, w porównaniu ze wcześniejszymi szacunkami na poziomie -3,7%. Utrzymujemy nasz scenariusz powrotu dodatniego wzrostu równego +1% za rok 2017.

Średnie roczne (%)	Rzeczywisty wzrost PKB, %			Inflacja (CPI, r/r, %)		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
USA	1,6	2,0	2,2	1,3	2,5	2,3
Japonia	1,0	0,9	0,9	-0,3	0,7	0,7
Strefa euro	1,7	1,5	1,3	0,2	1,5	1,3
Niemcy	1,9	1,6	1,5	0,4	1,6	1,4
Francja	1,1	1,3	1,2	0,3	1,3	1,1
Włochy	0,9	1,1	1,2	-0,1	1,2	1,1
Hiszpania	3,2	2,0	1,1	-0,3	1,3	1,1
Wlk. Brytania	2,0	1,5	1,3	0,7	2,5	1,9
Brazylia	-3,0	-0,5	1,4	8,0	6,0	5,5
Rosja	-0,7	1,0	1,8	7,6	5,5	5,0
Indie	7,5	7,6	7,6	5,4	5,2	5,2
Indonezja	5,0	5,2	5,2	4,5	4,5	4,5
Chiny	6,7	6,4	6,0	1,2	1,5	1,4
Turcja	1,5	2,2	2,5	8,0	7,8	7,6
Kraje rozwinięte	1,6	1,7	1,7	0,8	1,9	1,7
Kraje wschodzące	4,1	4,4	4,5	4,0	3,9	3,3
Świat	3,0	3,2	3,3	2,6	3,0	2,6

Źródło: Amundi Research

PROGNOZA KLUCZOWYCH STÓP PROCENTOWYCH

- FED:** w marcu Fed podwyższył zakres docelowy dla stopy środków federalnych do 0,75-1,00%. W 2017 r. Fed powinien podnieść stopy jeszcze dwukrotnie. Problem normalizacji bilansu niewątpliwie jest obecnie aktualny.
- EBC:** EBC przedłużył swój program luzowania ilościowego do grudnia 2017 r., jednak zmniejszył jego tempo (do 60 mld euro miesięcznie). Nie należy się spodziewać wielu zmian, zanim nie dojdzie do przyspieszenia inflacji bazowej.
- Bank Japonii:** będzie kontynuować swoją politykę kontroli krzywej rentowności (YCC) i nie powinien zmienić docelowych poziomów swoich stóp.
- Bank Anglii:** nie podniesie stóp, jeśli sytuacja ekonomiczna pogorszy się.

	2017-04-06	Amundi +6 m.	Konsensus III kw. 2017	Amundi 12m.	Konsensus I kw. 2018
USA	1,00	1,25	1,30	1,50	1,65
Strefa euro	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Japonia	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Wlk. Brytania	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25

PROGNOZA STÓP DŁUGOTERMINOWYCH

- Stany Zjednoczone:** w krótkim okresie wzrost rentowności długoterminowych zostanie spowolniony przez inflacyjny efekt bazy, fakt braku potwierdzenia przez twarde dane ekonomiczne istotnych oczekiwań ujawnionych w ankietach oraz obawy dotyczące zdolności nowej administracji do wdrożenia środków stymulujących.
- Strefa euro:** w trakcie roku krótki koniec krzywej będzie stawać się bardziej strony w miarę osławiania się ryneków z koncepcją normalizacji polityki stóp procentowych EBC w najbliższych 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					
	2017-04-06	Amundi +6 m.	Forward +6m	Amundi 12m.	Forward +12m
USA	1,24	1,60/1,80	1,49	1,80/2,00	1,70
Niemcy	-0,78	-0,80/-0,60	-0,72	-0,80/-0,60	-0,68
Japonia	-0,21	-0,20/-0,00	-0,20	-0,20/-0,00	-0,15
Wlk. Brytania	0,12	0,00/0,20	0,15	0,00/0,20	0,24

Rentowności obligacji 10-letnich					
	2017-04-06	Amundi +6 m.	Forward +6 m.	Amundi 12m.	Forward 12m.
USA	2,35	2,40/2,60	2,49	2,40/2,60	2,61
Niemcy	0,26	0,40/0,60	0,39	0,60/0,80	0,51
Japonia	0,06	0	0,11	0	0,17
Wlk. Brytania	1,09	1,00/1,20	1,19	1,00/1,20	1,29

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 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.

	2017-04-06	Amundi +6 m.	Konsensus I kw. 2017	Amundi 12m.	Konsensus III kw. 2017
EUR/USD	1,07	1,10	1,06	1,15	1,08
USD/JPY	111	115,00	116,00	115,00	116,00
EUR/GBP	0,86	0,90	0,86	0,90	0,86
EUR/CHF	1,07	1,05	1,08	1,00	1,10
EUR/NOK	9,16	8,70	8,85	8,50	8,83
EUR/SEK	9,59	9,20	9,33	9,00	9,15
USD/CAD	1,34	1,40	1,35	1,40	1,36
AUD/USD	0,76	0,75	0,74	0,75	0,74
NZD/USD	0,70	0,70	0,69	0,70	0,70