

Alokacja aktywów

Nasze przekonania

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

Co nowego w ostatnich tygodniach?

Ostatnie tygodnie nadal były dość spokojne — w Europie zniknęły niemal wszystkie źródła ryzyka politycznego, zaś wskaźniki ekonomiczne we wszystkich krajach okazały się zachęcające, a nawet uspokajające.

1. Wzrost gospodarczy utrzymuje się

Badania zaufania oraz wskaźniki ekonomiczne nadal wykazują utrzymujący się globalny wzrost gospodarczy, którego motorem w dalszym ciągu jest popyt wewnętrzny. Szacuje się, że w **Stanach Zjednoczonych** w II kwartale nastąpi odbicie wzrostu PKB netto: po stosunkowo słabym I kwartale (za który dane skorygowano z 0,9% do 1,2%) wzrost zaczyna się umacniać. Według szacunków roczne tempo wzrostu PKB w II kwartale powinno wynieść od 2,2% (Fed z Nowego Jorku) do 3,7% (Fed z Atlanty). Jednocześnie stopa bezrobocia osiągnęła 10-letnie minimum (4,4% w stosunku do długoterminowego bezrobocia szacowanego przez Fed na 4,7%). Ponieważ inflacja również spada (1,9% w przypadku inflacji bazowej), nie powinno to zmartwić rynków finansowych. W **Europie** nastroje dotyczące wzrostu gospodarczego są równie dobre — rosną zwłaszcza inwestycje.

Sytuacja poprawia się nawet w **Japonii**. W I kwartale 2017 r. gospodarka rosła w tempie 2,1% rocznie, co oznacza, że mieliśmy do czynienia z piątym z kolei kwartałem ekspansji (powyżej mediany prognoz na poziomie 1,7%). W rezultacie zmieniliśmy swoją prognozę wzrostu na rok 2017 z 1,0% do 1,2%, jednak prognozę na rok 2018 pozostawiamy bez zmian.

2. Chiny tracą wiarygodność zdaniem agencji Moody's

Agencja Moody's ostatnio obniżyła rating kredytowy Chin z AA3 do A1. Decyzja ta została uzasadniona opinią, zgodnie z którą „*kondycja finansowa Chin nadal się pogarsza w miarę wzrostu zadłużenia i spowolnienia potencjalnego wzrostu gospodarczego*” (patrz nasz artykuł w ostatnim numerze Cross Asset). Agencja Moody's zauważa, że „*trwające postępy reform prawdopodobnie z czasem doprowadzą do transformacji gospodarki i systemu finansowego, jednak nie zapobiegają one dalszemu istotnemu wzrostowi zadłużenia i będącemu jego konsekwencją wzrostowi zobowiązań warunkowych rządu*”. Pogorszenie ratingu Chin nie wywarło wpływu na rynki finansowe — będzie też mieć niewielki wpływ na chińską gospodarkę:

- Obniżenie ratingu dotyczy wyłącznie obligacji denominowanych w walutach obcych, tj. mniej niż 1,5% wszystkich obligacji w obiegu. Inwestorzy zagraniczni posiadają jedynie około 4% chińskich obligacji skarbowych.
- Mimo iż agencja Moody's obniżyła rating kredytowy Chin, skorygowała też perspektywę z negatywnej na stabilną.
- Cztery główne chińskie agencje ratingowe utrzymały wyższy rating obligacji skarbowych, co pozytywnie wpłynęło na zaufanie ich krajowych posiadaczy.

Decyzja podjęta przez Moody's zasadniczo nie doprowadziła do jakichkolwiek napięć, choć jej uwagi dotyczące długu oraz długoterminowego wzrostu gospodarczego nie do końca uspokajają inwestorów — co zresztą od dawna pokrywa się z naszą opinią.

3. Inflacja nadal rośnie, ale utrzymuje się w ryzach

Mimo iż inflacja zasadniczo wzrosła na całym świecie (zwłaszcza ze względu na związany z cenami ropy efekt bazy), inflacja bazowa pozostaje pod kontrolą, a oczekiwania inflacyjne od dawna się nie zmieniają. EBC rozważa nawet (ponownie) skorygowanie prognozy inflacji w strefie euro w dół. Ceny ropy ustabilizowały się w okolicach 50–55 dolarów za baryłkę, jednak powszechnie wiadomo, że kluczowe znaczenie ma w tym przypadku podaż tego surowca w Stanach Zjednoczonych, która mogłaby zbić jego ceny w okolice 40–50 dolarów. Jest to problem dla producentów (Wenezuela znajduje się na skrajnie załamania, tj. niewyplacalności), jednak dobra wiadomość dla konsumentów netto, takich jak Chiny czy Indie.



Badania zaufania oraz wskaźniki ekonomiczne nadal wykazują utrzymujący się globalny wzrost gospodarczy, którego motorem jest popyt wewnętrzny ”



Moody's obniża rating Chin... To nieistotna decyzja — ale czy na pewno? ”

Czerwiec 2017

4. Eliminacja ryzyka politycznego w strefie euro i nowych źródeł ryzyka w Stanach Zjednoczonych?

Źródła ryzyka politycznego niemal całkowicie zniknęły z ekranów radarów w **Europie** — było to następstwem wyboru pronunijnego Emmanuela Macrona we Francji, z jego programem łączącym reformy, „elastyczne bezpieczeństwo socjalne” i stopniową eliminację deficytów publicznych.

- Wybory parlamentarne odbędą się we Francji 11 i 18 czerwca. Partia nowego prezydenta jest liderem sondaży — chce na nią głosować 31% wyborców, podczas gdy Front Narodowy cieszy się poparciem 19% z nich, partie prawicowe mogą liczyć na 18% głosów, „France insoumise” na 14%, a Partia Socjalistyczna na 7%. Zdobyć bezwzględnej większości w Zgromadzeniu Narodowym nie powinno być dla nowego prezydenta Francji nieosiągalnym wyzwaniem.
- W Niemczech Angela Merkel zwiększyła prowadzenie w sondażach dotyczących wyborów zaplanowanych na 24 września: CDU-CSU może liczyć na 34%, SPD na 31%, AfD (skrajna prawica) na 9%, Zieloni 7%, Die Linke (skrajna lewica) na 7%, a FDP (partia liberalna) na 6%.
- We Włoszech sytuacja pozostaje złożona, ale nie musi rodzić obaw. Jest skomplikowana, ponieważ podziały są istotne, a według sondaży Partia Demokratyczna oraz Ruch Pięciu Gwiazd uzyskałyby bardzo podobne wyniki rządu 25–30% głosów. Jak wiemy, lider Ruchu Pięciu Gwiazd chce opuszczenia strefy euro, jednak nie będzie mieć środków, aby wymusić organizację referendum. Koalicja Partii Demokratycznej (Renzi) i Forza Italia pozostaje najbardziej prawdopodobnym scenariuszem. Innymi słowy, nie ma ryzyka systemowego — zwłaszcza że Włochy są chyba światowym liderem, jeśli chodzi o tradycję i zdolność skutecznego zawiązywania koalicji rządowych. Należy również pamiętać, że Komisja Europejska przyjęła również łagodniejsze podejście w odniesieniu do włoskiego deficytu.
- W Grecji parlament zatwierdził niemal wszystkie środki, których domagali się wierzyciele, co powinno utorować drogę do wypłaty niezbędnej do pokrycia zaplanowanej na lato bieżącego roku spłaty długów, co jest dość dobrą wiadomością.
- Portugalia z kolei przestała już podlegać wymogom unijnej procedury ograniczania nadmiernego deficytu budżetowego.

W **Stanach Zjednoczonych** wzrost presji na administrację Trumpa (związany z zarzutami dotyczącymi wpływu Rosji na wybory) jest ewidentny i coraz częściej mówi się o impeachmentie. W tym momencie Republikanie, dysponujący wygodną większością w Izbie Reprezentantów (55% miejsc), prawdopodobnie sprzeciwiliby się postępowaniu w sprawie impeachmentu. Można jednak przypuszczać, że zmienią zdanie, jeśli Trump straci na popularności. Należy też pamiętać, że impeachment nie oznacza końca prezydentury. Zgodnie z konstytucją oskarżenie wysuwane jest przed Izbą Reprezentantów, jeśli zwykła większość kongresmenów zatwierdzi zarzuty zaaprobowane wcześniej przez komisję. Następnie oskarżenie przekazywane jest Senatowi, gdzie do odwołania prezydenta wymagane jest 2/3 głosów.

Kolejnym źródłem obaw jest zdolność Donalda Trumpa do realizacji programu — zwłaszcza propozycji dotyczących polityki podatkowej. Niewątpliwie uzyskał on zgodę Izby Reprezentantów na uchylene Obamacare, jednak Senat jeszcze nie podjął decyzji. Biały Dom przedstawił swoją propozycję budżetu 23 maja — uwzględnia ona intensywne cięcia wydatków publicznych, jednak wydaje się prawdopodobne, że szanse na przyjęcie preliminarza budżetowego przez Kongres przed końcem lata są niewielkie. Innymi słowy, przed jesienią nie należy się spodziewać znaczących zmian, jeśli chodzi o budżet. Można nawet dodać, że trwające dochodzenie w sprawie ewentualnego wpływu Rosji na wybory prezydenckie może spowodować spowolnienie (a nawet zamrożenie) prowadzonych w Kongresie wewnętrznych negocjacji w sprawie kwestii podatkowych. Podsumowując, ryzyko polityczne oraz ryzyko związane z polityką podatkową wzrosło — to oczywiste.

5. Polityki monetarne wielu krajów zostały zaostrzone, jednak nadal pozostają dostosowawcze...

W **Stanach Zjednoczonych** oczekuje się dwóch podwyżek stóp w 2017 r. (jednej w czerwcu i jednej we wrześniu lub w grudniu). Naszym zdaniem takie działanie pozytywnie wpłynęłoby na wiarygodność i nie wiązałoby się ze znaczącym ryzykiem dla gospodarki Stanów Zjednoczonych i rynków finansowych... chyba że administracji Trumpa nie uda się wdrożyć proponowanej polityki podatkowej: **Fed** może wdrożyć bardziej restrykcyjną politykę, jeśli polityka fiskalna stanie się bardziej dostosowawcza — i tylko wówczas. Stany Zjednoczone nie mogą mieć jednocześnie restrykcyjnej polityki monetarnej, restrykcyjnej

“

Inflacja rośnie, ale pozostaje pod kontrolą”

“

Źródła ryzyka politycznego w strefie euro niemal całkowicie zniknęły z ekranów radarów”

“

Prawdopodobieństwo przyjęcia ustawy podatkowej przez Kongres przed jesienią pozostaje niskie”

“

Prawdopodobnie bez zmian przed jesienią, jeśli chodzi o politykę fiskalną USA”

Czerwiec 2017

polityki fiskalnej i neutralnej polityki podatkowej. Kwestia ta jest szczególnie istotna dla rynków akcji i obligacji. Równie ważna jest w tym kontekście informacja o tym, że Fed planuje przeprowadzić przegląd swojej polityki skupu aktywów oraz przeprowadzić pierwsze operacje mające na celu zmniejszenie swojej sumy bilansowej. Najnowsze raporty Federalnego Komitetu do spraw Operacji Otwartego Rynku ujawniły, że Fed planuje wprowadzenie „pułapów” dla wyrażonych w dolarach wartości pozostających w obiegu każdego miesiąca obligacji skarbowych i papierów agencji rządowych (to znaczy zamierza zaprzestać reinwestowania wpływów ze wszystkich zapadających papierów). Wspomniane „pułapy” byłyby przeszacowywane co kwartał. Oznacza to, że inwestorzy inni niż Fed musieliby wchłonąć nadwyżkę dostępnych obligacji, jak również że rynek byłby w mniejszym stopniu poddany działaniom administracyjnym i chroniony. Chcemy zauważyć, że będące w posiadaniu Fedu obligacje skarbowe o wartości 427 mld dolarów zapadną w 2018 r., podczas gdy rok później zapadną papiery o wartości 357 mld dolarów, z których część (określona przez Fed) nie zostanie ponownie zainwestowana. Obecnie mamy do czynienia z powszechnym konsensusem co do tego, że ogłoszenia zmiany polityki reinwestycji można się spodziewać w IV kwartale 2017 r. Oczekujcie odbicia stóp krótko- i długoterminowych w Stanach Zjednoczonych.

EBC zmienił ostatnio swoją komunikację ze względu na równoważenie źródeł ryzyka. EBC ma pewność co do ożywienia gospodarczego oraz inflacji. Według różnych komentarzy tej instytucji można rozsądnie przyjmować, że niskie stopy zostaną utrzymane przez znaczący okres, „znacznie przekraczający ostateczny termin zakończenia skupu netto aktywów”. Debata na temat ograniczenia programu skupu aktywów trwa w najlepsze i nie można nazwać nieuzasadnionym oczekiwania, że EBC będzie chciał rozmawiać na temat dalszych zmian jeszcze przed końcem bieżącego roku.

Utrzymujemy globalne strategie inwestycyjne

Na podstawie powyższych rozważań można wyciągnąć pewne istotne wnioski.

Po pierwsze, **nasze preferencje dla aktywów ryzykownych należy utrzymać**. Źródła ryzyka politycznego w Europie zostały niemal wyeliminowane, zaś obawy dotyczące inflacji zostały w znacznej mierze zrównoważone przez lepsze warunki rozwoju gospodarczego.

Nie należy jednak **obniżać gardy. Niska zmienność, spadek korelacji między rynkami akcji, spadek spreadów obligacji skarbowych, spadek wycen CDS-ów na obligacje skarbowe... wydaje się, że wszystko wskazuje na spadek ogólnego ryzyka. Nie jest to jednak, oczywiście, takie proste – zwłaszcza gdy powiąże się ryzyko z wyceną**. Od dawna wiadomo, że otoczenie niskich stóp procentowych zakłóciło wyceny: stopy długoterminowe są dużo niższe od swoich wartości równowagi (tj. poziomów obliczonych bez uwzględniania programów łagodzenia ilościowego banków centralnych), a wszelkie rozmowy na temat QE powodują kwestionowanie poziomu stóp procentowych oraz rentowności obligacji. Innymi słowy, obecne otoczenie nie jest w stanie zamaskować towarzyszącego tym spreadom asymetrycznego ryzyka: potencjał ich wzrostu jest obecnie znacznie większy od potencjału zacieśniania, zwłaszcza na rynkach o ograniczonej płynności.

Mimo iż musimy pamiętać o obecności asymetrycznych źródeł ryzyka, utrzymujemy wyraźną preferencję dla europejskich obligacji korporacyjnych (w stosunku do obligacji skarbowych). Poszukiwanie spreadów doprowadziło do skrajnie korzystnej sytuacji w zakresie dostępu przedsiębiorstw do finansowania: firmy nie są już bardzo wrażliwe na (ewentualne) podwyżki stóp procentowych w najbliższym czasie, a to daje im niewątpliwie od 18 do 24 miesięcy spokoju. Zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w Europie implikowane oraz rzeczywiste stopy procentowe są niskie i powinny takie pozostać.

Poszukiwanie spreadów i lepszych wyników ekonomicznych, a także przyszłe reformy na rynku pracy stanowią czynniki sprawiające, że inwestorzy nieco bardziej interesują się europejskimi obligacjami korporacyjnymi, a także obligacjami zarówno notowanymi, jak i nienotowanymi na giełdach. Poszukiwanie spreadów staje się mniej komfortowe w obliczu rozmów o politykach monetarnych, jednak w kontekście kondycji oraz rentowności przedsiębiorstw okazuje się znacznie bardziej korzystnym zjawiskiem. Wziąwszy pod uwagę nasze oczekiwania dotyczące EBC (utrzymanie stóp na niskim poziomie i wystarczającej skali skupu aktywów w ramach QE), sądzimy, że inwestycje te na obecnym etapie nadal są bardzo spójne.

Obecność asymetrycznego ryzyka wpływa również na rynki akcji. Właśnie dlatego już od jakiegoś czasu preferujemy euro – a także Japonię i rynki wschodzące – w stosunku do zdecydowanie zbyt drogiej Stanów Zjednoczonych. Niskie ceny

“ Fed mógłby zmienić swoją politykę reinwestycji w IV kwartale 2017 r. ”

“ EBC mógłby wspomnieć o złagodzeniu swojego programu skupu aktywów przed końcem tego roku ”

“ Wydaje się, że wszystko wskazuje na to, iż ryzyko ogólne zmalało ”

“ Wyższy wzrost PKB, dostosowawcze polityki monetarne oraz poszukiwania spreadów i rentowności obligacji = rosnące zainteresowanie obligacjami przedsiębiorstw zarówno notowanymi, jak i nienotowanymi na giełdach ”

Czerwiec 2017

surowców — a w szczególności ropy — z pewnością stanowią sygnały ostrzegawcze dla niektórych krajów, jednak nie należy zapominać, że obszary rozwoju w krajach wschodzących (zwłaszcza w Azji) są konsumentami netto surowców.

Nie ignorujemy również tego, że polityki monetarne stają się bardziej restrykcyjne zarówno w praktyce (stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych), jak i pod względem oczekiwań (w szczególności dotyczących QE w Stanach Zjednoczonych oraz w Europie) — zmiany w tym zakresie nie są jednak jeszcze wystarczające, by wzbudzić poważne obawy. Wprowadzane modyfikacje ograniczają się do niektórych krajów i często są uzależnione od innych aspektów. W szczególności zacieśnianie polityki pieniężnej przez Fed wydaje się mocno powiązane z przyszłą polityką podatkową... a w tym momencie nie należy się spodziewać znaczących zmian w tym zakresie. Podobnie, intensywność debaty dotyczącej programu luzowania ilościowego Europejskiego Banku Centralnego wzrasta, jednak stopy procentowe zostaną utrzymane na bardzo niskich poziomach, a EBC będzie nadal kupować obligacje na kwoty znacznie przekraczające emisje netto strefy euro (które same w sobie spadają). Co więcej, ryzyko polityczne zostało zasadniczo wyeliminowane. **Inny słowy, nie ma już powodów, by w strukturze inwestycji preferować krótkoterminowe papiery z peryferyjnych krajów strefy euro.**

Na razie nie mamy sprecyzowanych poglądów na kursy walutowe. „Niedopasowania” nie wydają się nam obecnie znaczące, a bieżące trendy niekoniecznie skłaniają do zdecydowanych posunięć. Oczywiście, choć niektóre waluty są osłabione przez trudniejsze ostatnio otoczenie krajowe (w szczególności real brazylijski i lira turecka), podczas gdy innym pomaga lepsza dynamika wzrostu (rubel rosyjski), a inne wydają się zbyt wrażliwe (na przykład GBP w obliczu wyzwań związanych z Brexitem i przyszłych negocjacji), oczekuje się, że kursy wymiany USD, JPY i EUR w krótkim terminie będą zmieniać się w bardzo niewielkim stopniu (przy czy niewielkie preferencje dla euro wydają się jednak rozsądne).

“

Już od jakiegoś czasu preferujemy euro — a także Japonię i rynki wschodzące — w stosunku do zdecydowanie zbyt drogiej Strefy Zjednoczonych”

“

Nie ma żadnych istotnych powodów, by preferować krótkoterminowe obligacje krajów peryferyjnych”

“

BRL i TRY wrażliwe, RUB bardziej solidny, GBP w odwrocie, pozytywne nastawienie do EUR?”

”

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"> Największe przeważenie: akcje ze strefy euro w stosunku do akcji z USA Przeważenie Japonii i rynków wschodzących w stosunku do USA Przeważenie czynnika wartości Selekcja sektorów w Europie <ul style="list-style-type: none"> Przeważenie: technologia, energia Pozycja neutralna: fundusze REIT Niedoważenie: przedsiębiorstwa użyteczności publicznej, opieka zdrowotna, finanse W obrębie rynków wschodzących: <ul style="list-style-type: none"> Przeważenie: Peru, Rosja, Meksyk Niedoważenie: Tajwan, Grecja, Turcja, RPA, Chile Pozycja neutralna: Chiny, Indie, Filipiny, Tajlandia 	<ul style="list-style-type: none"> Niewielkie przeważenie aktywów ryzykownych Niedoważenie obligacji skarbowych, z wyjątkiem USA (pozycja neutralna) oraz krajów peryferyjnych (przeważenie) Przeważenie na obligacjach nieskarbowych w euro Przeważenie na obligacjach nieskarbowych w Stanach Zjednoczonych Długa pozycja na europejskim sektorze finansowym... oraz utrzymanie podejścia selektywnego: obligacje z wysoką betą w strefie euro i obligacje z niską betą w USA Zapadalność: ogólnie neutralna lub krótka, z przeważeniem krótkiej w przypadku segmentów z oprocentowaniem ujemnym, a także przeważenie długiej zapadalności w przypadku krajów peryferyjnych. Krótką zapadalność na GBP i JPY Pozycja długa na obligacjach indeksowanych inflacją w USD i EUR Dług rynków wschodzących: <ul style="list-style-type: none"> przeważenie długu w twardych walutach (pozycja długa na USD) dalsze zwiększanie udziału obligacji denominowanych w walucie lokalnej (obecnie również przeważanie); Redukcja pozycji długiej na USD w stosunku do EUR i JPY Kilka długich pozycji na walutach krajów eksportujących surowce 	<ul style="list-style-type: none"> Przeważenie akcji ze strefy euro Pozycja długa na czynniku wartości w Europie Pozycja długa na czynniku jakości w Stanach Zjednoczonych Ogólnie pozytywne podejście do japońskich akcji Niedoważenie na akcjach z USA Ogółem krótka zapadalność portfela obligacji Utrzymywanie przeważenie długoterminowych obligacji z krajów peryferyjnych strefy euro w stosunku do obligacji stanowiących jej rdzeń Niewielkie przeważenie amerykańskich obligacji skarbowych Obligacje przedsiębiorstw: pozytywne podejście do klasy wysokodochodowej i inwestycyjnej, a także Europy i USA, jak również pozycja długa na sektorze finansowym i przemyśle Przeważenie długu z rynków wschodzących denominowanym w twardej walucie w porównaniu z długiem denominowanym w walutach lokalnych Waluty: nieznacznie długa pozycja na USD i JPY Utrzymujemy niektóre pozycje z zakresu hedgingu makroekonomicznego: zmienność oraz amerykańskie obligacje skarbowe Pozytywne podejście do inflacji progowej (wszystkie strefy)

Alokacja aktywów

Temat miesiąca

Czy globalny handel może stać się motorem wzrostu w połączeniu z konsumpcją, inwestycjami oraz politykami fiskalnymi i podatkowymi?

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

Wzrost gospodarczy w strefie euro przyspiesza, co potwierdza naszą opinię dotyczącą aktywów ryzykownych z tego obszaru. Inwestycje stopniowo ożywają się, konsumpcja pozostaje solidna, a perspektywy wsparcia fiskalnego i podatkowego tylko poprawiają prognozy... brakującym ogniwem pozostaje handel.

Wzrost gospodarczy staje się coraz solidniejszy — zwłaszcza w strefie euro — a umiarkowany optymizm jest uzasadniony

W istocie, motory wzrostu ponownie ruszają — jeden po drugim. Obecnie nie obserwujemy, oczywiście, niczego spektakularnego, jednak trend mimo to pozostaje interesujący.

- Wzrost konsumpcji, która już jest dość solidna, utrzymuje równe tempo. Niska inflacja, niskie stopy procentowe, ale też zdolność krajów europejskich do korygowania nierówności (efektywne państwo dobrobytu), redystrybucji bogactwa i amortyzowania szoków sprawiły, że strefa euro stała się obszarem bardziej odpornym na kryzysy. Sztynność przyjętego modelu ma jednak pewną wadę, a mianowicie spowalnianie faz ożywienia. Podsumowując, aktywność gospodarcza w strefie euro jest chroniona na etapie kryzysu, ale spowalniana na etapie wzrostu. Po części wyjaśnia to opóźnienie, którego strefa euro doświadcza od 2009 r. (na przykład w porównaniu ze Stanami Zjednoczonymi) — kolejnym wyjaśnieniem jest oczywiście początek drugiego kryzysu, czyli problemów na rynku obligacji.
- Ślimaczące się od czasów ostatniej dużej recesji inwestycje również stopniowo się ożywają.
- Polityki fiskalne i podatkowe zmierzają do dalszego pobudzenia aktywności gospodarczej dzięki 1) polu manewru uzyskanemu w rezultacie spadku stóp procentowych (któremu nie zagroziły francuskie wybory), 2) widocznej w ostatniej dekadzie większej gotowości do aktywniejszego zwalczania rosnących nierówności, a także 3) stopniowej rezygnacji z programów oszczędnościowych, które z jednej strony nie są już niezbędne, a z drugiej strony nie okazały się efektywne — zwłaszcza w sferze politycznej i społecznej.
- Eksport pozostaje ostatnim motorem wzrostu gospodarczego — choć w trakcie ostatniej dekady (a nawet od 2001 r.) przypominał raczej zatarty silnik. Trend nadal się ślimaczy — być może z wyjątkiem Azji.

Należy zauważyć, że w trakcie ostatnich kilku lat wzrost gospodarczy — dość niski — opierał się głównie (a nawet wyłącznie) na konsumpcji. To właśnie w tym sensie wpływ inwestycji, polityk fiskalnych, a być może nawet światowego handlu jest kluczowy, ponieważ będzie on mieć istotne konsekwencje dla aktywów finansowych:

wszystko to potwierdza, że rację mieli inwestorzy, którzy zdecydowali się utrzymać przeważenie europejskich akcji (oraz aktywów ryzykownych) pomimo otoczenia wyborczego we Francji — zaliczamy się do nich;

- akcje cykliczne powinny skorzystać na obecnej sytuacji;
- motywy związane z wartością pozostają istotne — zwłaszcza w porównaniu z rynkami amerykańskimi;
- perspektywy zysków poprawiają się (patrz artykuł nr 6 w tym numerze).

Podsumowanie

Wzrost gospodarczy w strefie euro przyspiesza, co potwierdza naszą opinię dotyczącą aktywów ryzykownych z tego obszaru. Inwestycje stopniowo ożywają się, konsumpcja pozostaje solidna, a perspektywy wsparcia fiskalnego i podatkowego tylko poprawiają prognozy... brakującym ogniwem pozostaje handel. Czy wkrótce i on przyczyni się do przyspieszenia wzrostu gospodarczego?

Nie jesteśmy pewni, biorąc pod uwagę przeszkody strukturalne, które zidentyfikowaliśmy w tym artykule. Jeśli chodzi o światowy handel, „nowa normalność” przez następne 15 lat może równie dobrze wyglądać tak, jak przez ostatnie 5 lat (wzrost światowego handlu znacznie poniżej wzrostu światowej gospodarki), a nie przez 30 lat poprzedzających ten okres (gdzie tempo wzrostu światowego handlu znacznie przewyższało tempo wzrostu światowego PKB).



Polityki fiskalne i podatkowe zmierzają do dalszego pobudzenia aktywności gospodarczej ”



Obecne otoczenie potwierdza, że rację mieli inwestorzy, którzy zdecydowali się utrzymać przeważenie europejskich akcji (oraz aktywów ryzykownych) pomimo otoczenia wyborczego we Francji — zaliczamy się do nich ”

Czerwiec 2017

Czy globalny handel w połączeniu z inwestycjami może przyspieszyć te trendy?

Przede wszystkim, powróćmy do czynników, które przesądziły o załamaniu światowego handlu. W tym przypadku można wyróżnić co najmniej dziesięć źródeł negatywnego wpływu (więcej szczegółów można znaleźć w naszej publikacji Discussion Paper: „The Global Trade Slowdown: Structural or Cyclical?”, seria Amundi DP, nr 22, maj 2017).

1. Spadek potencjału wzrostu gospodarczego. Potencjał wzrostu gospodarczego na całym świecie zmalał — nastąpiło to w Europie, Japonii, Stanach Zjednoczonych, Chinach oraz większości krajów wschodzących. Do „głównych” czynników strukturalnych leżących u podstaw tego spadku można zaliczyć: i) zmniejszenie liczebności populacji w wieku produkcyjnym i/lub spadające współczynniki aktywności zawodowej, ii) masowy wzrost nierówności, mający poważny wpływ na potencjał wzrostu gospodarczego, iii) spadek lub stagnację realnego dochodu rozporządzalnego (widzimy tu potencjalne skutki polityki w zakresie wynagrodzeń i opodatkowania), iv) wpływ obciążenia długiem (w rezultacie ograniczenia wysokimi poziomami długu wiele krajów nie jest w stanie przeciwdziałać cyklom gospodarczym tak skutecznie, jak w przeszłości).

1. Słabość inwestycji, będących jednym z kluczowych czynników rozwoju handlu. Niektórzy są przekonani, że obecna sytuacja spowodowana jest intensywnością kryzysu finansowego i brakiem kredytu dostępnego dla nowych przedsiębiorstw. Inni wskazują na słaby popyt wewnętrzny, a jeszcze inni sugerują, że należy winit szersze trendy demograficzne.

2. Dalsze obniżenie ceł byłoby trudne, co wyjaśnia stagnację postępów w zakresie redukcji obciążeń celnych oraz liberalizacji polityki handlowych. Negocjacje GATT i WTO doprowadziły do znaczących obniżek ceł po II Wojnie Światowej. Od początku lat dziewięćdziesiątych średnie stawki w krajach wschodzących spadły o 3/4, osiągając poziomy nieprzekraczające 10%. Cła w handlu pomiędzy gospodarkami rozwiniętymi zostały obniżone o połowę i obecnie przeciętne stawki nie przekraczają 2,5%. Od czasu kryzysu finansowego z roku 2008 taryfy stosowane w handlu między krajami wschodzącymi zasadniczo utrzymują się na stabilnym poziomie, a redukcje stawek w handlu między krajami rozwiniętymi są raczej skromne. W trakcie ostatnich dwóch–trzech dekad cła zostały znacząco obniżone. Ze względu na to, że obecnie są tak niskie, umowy handlowe mają mniejsze skutki i służą raczej stworzeniu ram współpracy niż zwiększeniu wolumenu handlu.

3. Podczas gdy cła pozostają obniżone, środki pozataryfowe od 2012 r. stosowane są coraz częściej. Środki pozataryfowe to wszystkie środki, które ograniczają lub zakłócają przepływy handlowe — takie jak subsydia wywozowe, klauzule narodowe w kontraktach sektora publicznego czy ograniczenia dotyczące przyznawania licencji, transferu technologii lub bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Kryzys finansowy oraz okres znany jako „wielka recesja” (2008–2010) miały poważne konsekwencje dla handlu. Można łatwo wykazać, że kraje wdrażają bardziej restrykcyjne polityki handlowe, gdy borykają się z recesją gospodarczą lub gorszą pozycją konkurencyjną. W ostatnich latach to kraje G20 (ze Stanami Zjednoczonymi i Rosją na czele) na masową skalę wprowadzały środki pozataryfowe. Roli środków pozataryfowych nie należy przeceniać, ponieważ ich ogólny wpływ na wolumen światowego handlu jest stosunkowo skromny, a przeciętne szacowane ekwiwalenty taryfowe wszystkich tego rodzaju środków utrzymują się na niskim poziomie. Występuje jednak wyraźny trend. Na przykład Niemcy, Wielka Brytania, Chiny i Francja, czyli kraje które w 2009 r. stosowały około 50 środków pozataryfowych, od tego czasu wprowadziły około 200 nowych rozwiązań tego rodzaju. Jeśli chodzi o Stany Zjednoczone i Rosję, w 2016 r. stosowały one odpowiednio ponad 600 (Stany Zjednoczone) i ponad 500 (Rosja) środków pozataryfowych (przy czym w 2009 r. każdy z tych krajów miał ich mniej niż 100). Uderzające jest to, że od 2009 r. liczba dyskryminujących środków stosowanych w światowym handlu zdecydowanie przekroczyła liczbę środków mających na celu jego liberalizację.

4. Umiarkowane spowolnienie bezpośrednich inwestycji zagranicznych również odegrało pewną rolę, jeśli chodzi o wyjaśnienie niskiego wzrostu handlu. Dane empiryczne sugerują, że bezpośrednio inwestycje zagraniczne i handel mają charakter komplementarny. Po intensywnym wzroście w latach dziewięćdziesiątych globalne bezpośrednie inwestycje zagraniczne w ostatnich latach malały, co może

“
Stawki ceł już nie spadają
— zamiast tego rośnie
popularność środków
pozataryfowych”
”

Czerwiec 2017

również wyjaśniać umiarkowane tempo ekspansji światowego handlu.

5. Trend zwiększania skali produkcji lokalnej wpływa na wolumeny handlu.

Dynamiczne interakcje między handlem i inwestycjami zagranicznymi leżą w sercu globalizacji, ponieważ inwestycje zagraniczne generują handel — mogą go też jednak ograniczać. W ostatnich dekadach wiele firm wprowadziło również strategię opierającą się na zbliżeniu do klientów. Zbliżenie to oznacza, że nastąpił wzrost popularności produkcji lokalnej, który powoduje ograniczanie handlu. Chodzi o to, że w XX i XXI wieku odeszliśmy od handlu, który „pomaga sprzedawać” towary, na rzecz handlu, który pomaga je wytwarzać (zjawisko to określa się mianem globalnego łańcucha wartości). W ostatnich kilku dekadach szybka integracja rynków wschodzących ze światową gospodarką stymulowała ekspansję globalnych łańcuchów wartości. Taki proces transgranicznej fragmentacji produkcji wydaje się dojrzały, ponieważ koszty pracy na głównych rynkach wschodzących wzrosły. Przedsiębiorstwa ponownie przeanalizowały też ryzyko związane z długimi łańcuchami dostaw i coraz częściej decydują się na wytwarzanie w obrębie rynków eksportowych.

6. Nie bez znaczenia jest też rola rozwoju usług — a w szczególności usług finansowych.

Decyzja o eksporcie produktów oznacza konieczność przeanalizowania znaczących kosztów początkowych, czyli na przykład przeprowadzenie analizy rynku eksportowego oraz ustanowienie międzynarodowych sieci dystrybucji. Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy również często jest znacznie wyższe, ponieważ transakcje międzynarodowe trwają dłużej. Firmy muszą radzić sobie z tymi problemami oraz kosztami już na pierwszych etapach globalizacji — w rezultacie są one dobrze zidentyfikowane i z góry dyskontowane (z wyjątkiem zupełnie nowych graczy). Należy również zauważyć, że transport międzynarodowy trwa dłużej niż krajowy, co oznacza, że producenci muszą ponieść koszty wytwarzania jeszcze zanim uzyskają jakiegokolwiek dochody. W takiej sytuacji eksporterzy proszą banki o gwarancje płatności. Rozwój sektora finansowego zawsze uważano za istotny czynnik wpływający na zwiększanie potencjału eksportowego wielu sektorów przemysłu. Finanse odgrywają dwie role: zapewniają kapitał obrotowy wspierający międzynarodowe transakcje handlowe, a jednocześnie dostarczają metody ograniczania ryzyka płatniczego. Systemy bankowe są wysoce rozwinięte we wszystkich krajach: i) nie trzeba już zwracać się do zagranicznych banków, gdy ma się tego rodzaju wymagania — ich zaspokajanie nie jest już zdominowane przez banki z Stanów Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii; ii) od czasu kryzysu finansowego tempo rozwoju działalności eksportowej zmalało jednak, co nie sprzyja handlowi; iii) na całym świecie, w tym na rynkach wschodzących, poziom zadłużenia znacząco wzrósł — w ponad 2/3 krajów stosunek zadłużenia prywatnego do PKB przekroczył 100%, czyli poziom, powyżej którego następuje ograniczenie aktywności i handlu. Nawet gdyby pozostałe kraje, w których współczynnik ten nie przekracza 100%, wypełniły powstałą lukę, ich wpływ na wolumen handlu byłby marginalny.

7. Rola Chin w światowym handlu w trakcie ostatniej dekady istotnie się zmieniła.

Przez ponad 20 lat Chiny były wiodącym dostawcą towarów dla reszty świata. W związku z tym szybki rozwój Chin zwiększał podaż rozwiązań handlowych oraz popyt na nie. W okresie tym ów rozwój wywoływał globalny szok podaży. Przyczyniał się do spadku względnych cen dóbr wymiennych oraz stymulował światowy handel. Chiny bardzo szybko stały się największym konsumentem surowców (patrz tabela poniżej oraz w załączniku). Z wyjątkiem ropy naftowej i gazu ziemnego Chiny są największym na świecie konsumentem surowców.

Przed ostatnią dużą recesją Chiny znacząco zwiększyły swój potencjał eksportowy. Wyspecjalizowały się w branżach wysoce pracochłonnych, w których dysponowały przewagą komparatywną, jeśli chodzi o produkcję. Taka napędzana eksportem strategia rozwoju doprowadziła do szybkiej ekspansji chińskiej bazy produkcyjnej, co przełożyło się na utrzymanie tempa rozwoju światowego handlu. Czynniki te tracą jednak na znaczeniu: obecne działania na rzecz przywrócenia równowagi w chińskiej gospodarce oraz dążenie do gospodarki rynkowej napędzanej raczej konsumpcją niż eksportem spowodowały stopniowe spowolnienie wzrostu importu z Chin. Właśnie tak doszło do gwałtownego spadku elastyczności dochodowej popytu na dobra importowane z Chin, co przyczyniło się od załamania globalnego handlu. Import i eksport gwałtownie spadły, podobnie jak udziały rynkowe. Przyczyną jest niski poziom konkurencyjności w tym okresie, a zwłaszcza podwyżki wynagrodzeń, pojawianie się nowych konkurentów oraz wzrost realnego kursu juana w Chinach



Trend, jakim jest produkcja lokalna, wpływa na wolumen handlu międzynarodowego



Obecne przywracanie równowagi w chińskiej gospodarce oraz dążenie do gospodarki rynkowej napędzanej raczej konsumpcją niż eksportem spowodowały stopniowe spowolnienie wzrostu chińskiego importu, eksportu i udziałów rynkowych



Czerwiec 2017

(niemal 25% od 2005 r.). Chiński sektor eksportowy (10% światowego eksportu) mógł po prostu osiągnąć dojrzałość (stosunek wartości eksportu do PKB do 2010 r. stale spada). Chiński potencjał eksportowy był stopniowo redukowany w rezultacie rozwoju eksportu oraz wzrostu kosztów produkcji (Chiny nie są już konkurencyjne w porównaniu np. z Wietnamem czy Meksykiem). Model rozwoju gospodarczego Państwa Środka uległ ewolucji i nie jest już związany ze światowym handlem.

8. Zmieniła się też struktura globalnego handlu. Dane empiryczne pokazują, że na spowolnienie światowego handlu w sposób istotny wpłynęły zróżnicowane czynniki. Pierwszym z nich było przeniesienie aktywności gospodarczej z krajów rozwiniętych do krajów wschodzących, które zasadniczo charakteryzują się niższą elastycznością handlu, co wywarło negatywny wpływ na elastyczność światowego handlu jako całości. Taki czynnik kompozycji geograficznej odpowiada za około połowę załamania elastyczności światowego handlu w ostatnich latach. Po drugie, można zauważyć, że elastyczność handlu spadła również w większości pozostałych krajów. Taki wpływ kompozycji popytu również od pewnego czasu spowalnia światowy handel.

9. Intensyfikacja behawioralnego protekcjonizmu oraz wrogości wobec wolnego handlu i globalizacji stały się namacalną rzeczywistością. Skutki takiej sytuacji przedstawiono w poniższej tabeli (MFW). Widzimy w tym przypadku, że gospodarki wschodzące lub rozwijające się bardziej sprzyjają wolnemu handlowi, jak również że Stany Zjednoczone nie dostrzegają w nim zbyt wielu korzyści, traktując go raczej jako przyczynę utraty miejsc pracy oraz, a nawet przede wszystkim, ograniczenia perspektyw podwyżek wynagrodzeń. Pokusa „kupowania krajowego” (a obecnie nawet „lokalnego”), będąca tradycyjną cechą gospodarki japońskiej, obecnie rozprzestrzeniła się po wszystkich kontynentach.



Wzrost znaczenia protekcjonizmu behawioralnego oraz wrogość wobec wolnego rynku i globalizacji przyczyniły się do ograniczenia handlu

10 czynników wyjaśniających spowolnienie światowego handlu oraz perspektywy rozwoju

Czynnik spowolnienia światowego handlu	Teza	Czynniki zmiany trendu	Czy zmiana trendu jest możliwa?
1. Niższy potencjał wzrostu PKB	Globalny wzrost gospodarczy ogranicza wzrost globalnego handlu.	Intensywne stosowanie prorozwojowych polityk gospodarczych	I tak, i nie, ponieważ czynniki o dużym znaczeniu (demografia, nierówności, obciążenie długiem...) spowodowały spadek potencjału rozwoju.
2. Niski poziom inwestycji	Inwestycje stanowią potężny motor rozwoju handlu międzynarodowego.	Niskie stopy procentowe, perspektywy zysków...	Tak, ponieważ inwestycje powracają.
3. Obniżenie taryf celnych do minimum	Niższe taryfy zostały wdrożone w życie... Nowo zawierane umowy handlowe skupiają się obecnie bardziej na wprowadzaniu ograniczeń handlowych niż na obniżaniu stawek cel.	Nowa fala wolnego handlu	Niekoniecznie, z wyjątkiem umów handlowych między krajami wschodzącymi, gdzie taryfy są przeciętnie 4-5 razy wyższe niż w krajach rozwiniętych.
4. Rozpowszechnienie środków pozataryfowych	Kraje z całego świata wzorem Stanów Zjednoczonych i Rosji w trakcie ostatniej dekady wprowadzają pozataryfowe środki stanowiące (umiarkowane) bariery handlowe.	Zmiana postaw wobec protekcjonizmu	Nie... Wygląda na to, że w wielu krajach ten trend jest bardzo trwały.
5. Spadek bezpośrednich inwestycji zagranicznych	Przepływom kapitału z tytułu bezpośrednich inwestycji zagranicznych zwykle towarzyszą przepływy handlowe.	Powrót bezpośrednich inwestycji zagranicznych	Tak.
6. Częstsze korzystanie z produkcji lokalnej	Pragnienie zbliżenia do lokalnych konsumentów, potrzeba tańszego wytwarzania oraz decyzja o produkcji lokalnej z definicji eliminują część handlu.	Producenci decydujący się wytwarzać w swoim kraju macierzystym, decydują o produkcji w kraju na eksport... zachęty podatkowe, spadek atrakcyjności zagranicznych wynagrodzeń dla producentów, jakość produktów?	Prawdopodobnie nie pomogą tu nawet zachęty podatkowe.
7. Rozwój lokalnych usług finansowych	Korzystanie z lokalnych usług finansowych eliminuje międzynarodowy handel usługami.	Brak zaufania do instytucji lokalnych.	Nie.

Czerwiec 2017

8. Nowa rola Chin i nowy model rozwoju	Model rozwoju Chin zmienia się, a stawki wynagrodzeń nie są już tak konkurencyjne, jak kiedyś.	Nowa zmiana modelu	Nie, nie ma takiego zagrożenia... Chiny są zaangażowane w bardziej zrównoważony i zróżnicowany wzrost gospodarczy...
9. Zmieniające się wzorce światowego handlu	Znacznie intensywniejszy wzrost w krajach wschodzących o niższej elastyczności handlu.	Załamanie w krajach wschodzących, brak powiązania z krajami „nowej granicy”...	Całkiem do pomyślenia... Choć obecny trend jest wyraźny.
10. Wrogość wobec globalizacji	Protekcjonizm behawioralny zyskuje na popularności, podobnie jak nieufność wobec globalizacji — zwłaszcza w krajach rozwiniętych, nieco mniej w krajach wschodzących i w ogóle w krajach rozwijających się.	Powrót zaufania do globalizacji	Wysoce nieprawdopodobne, ponieważ negatywne skutki są obecnie wyraźnie widoczne (zatrudnienie, stawki wynagrodzeń, dystrybucja bogactwa...).

Podsumowanie

Ogólnie rzecz biorąc, światowy handel nie jest już czynnikiem wzrostu gospodarczego, a niektóre spośród wielu czynników wyjaśniających najsłabszy wzrost handlu (rosnący protekcjonizm i powszechne stosowanie pozataryfowych barier handlowych, nowa rola Chin, niskie inwestycje, brak możliwości dalszego obniżania cel...) mają charakter strukturalny. Sugeruje to, że „nowa normalność” przez następne 15 lat może równie dobrze wyglądać tak, jak przez ostatnie 5 lat (wzrost światowego handlu znacznie poniżej wzrostu światowej gospodarki), a nie przez 30 lat poprzedzających ten okres (gdy tempo wzrostu światowego handlu dwukrotnie przewyższało tempo wzrostu światowego PKB). MFW zbadał problem i oszacował wyzwania stojące przed trzema grupami krajów: gospodarkami rozwiniętymi, gospodarkami wschodzącymi oraz krajami rozwijającymi się i ubogimi:

- Gospodarki rozwinięte mogą nadal ograniczać ciągle istniejące środki ochrony w sektorach tradycyjnych, takich jak rolnictwo i tekstylia, otwierać swoje rynki usług (np. transportowych), ujednoclić swoje systemy regulacyjne, a także ograniczać bariery wynikające z prowadzonej polityki handlowej. W tym celu kraje te powinny przyjąć podejście niedyskryminujące, które ograniczy do minimum fragmentację i będzie sprzyjać realizacji inicjatyw wielostronnych.
- Wiele krajów wschodzących i rozwijających się, w tym z Ameryki Łacińskiej i Południowej Azji, nadal może istotnie skorzystać na integracji poprzez tradycyjną liberalizację — nawet w relacjach jednostronnych. Powinny one szukać sposobów na zakotwiczenie swoich gospodarek w globalnych łańcuchach wartości i odejście od polityki substytucji importu, a także unikać protekcjonizmu realizowanego za pośrednictwem nieprzejrzystych pozataryfowych barier handlowych. Reforma handlu uzupełniłaby umocnienie ram politycznych i instytucjonalnych.
- Aby promować rozwój i wzrost gospodarczy, większość krajów ubogich musi nadawać wysoki priorytet ułatwieniom handlowym, aby integrować się z globalnymi łańcuchami wartości — w szczególności poprzez doskonalenie posiadanej infrastruktury handlowej oraz struktur instytucjonalnych. Powinny one również eliminować tradycyjne bariery handlowe i promować konkurencję w branżach usługowych, mających istotne znaczenie dla lokalnego uczestnictwa w globalnych łańcuchach wartości, takich jak usługi transportowe i związane z finansowaniem. Wsparcie techniczne (np. ze strony organizacji międzynarodowych) może pomagać w rozwoju niezbędnej infrastruktury dla takiej organizacji handlu, a także w identyfikacji skutków budżetowych reformy oraz ustalaniu kolejności reform i koordynowaniu ich.

Nowa dynamika globalnego handlu będzie wymagać nowych umów handlowych i bliższej integracji krajów południowej półkuli z globalną gospodarką. Konieczne będzie również wygaszenie widocznych w wielu krajach pokus związanych z protekcjonizmem na rzecz wspólnych interesów: w rzeczywistości jest to walka pomiędzy pokusą ograniczenia aktywności na polu międzynarodowym a koniecznością współpracy międzynarodowej. **Innymi słowy, wzrost gospodarczy będzie teraz w większym stopniu zależeć od konsumpcji, inwestycji i policy mix obejmującego w szczególności politykę rządu oraz polityki fiskalne i podatkowe.**

„Nowa normalność” przez następne 15 lat może równie dobrze wyglądać tak, jak przez ostatnie 5 lat, a nie przez 30 lat poprzedzających ten okres”

“ Aby promować rozwój i wzrost gospodarczy, większość krajów ubogich musi nadawać wysoki priorytet ułatwieniom handlowym w celu integrowania się z globalnymi łańcuchami wartości ”

“ Nowa dynamika globalnego handlu będzie wymagać nowych umów handlowych i bliższej integracji krajów południowej półkuli z globalną gospodarką ”

Czerwiec 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	+	++	+++
Akcje	Akcje USA	→						
	Akcje Japonia	→				□		
	Akcje euro	→				□		
	Akcje Wlk. Brytania	→				□		
	Pacyfik bez Japonii	→					□	
	Akcje r. wschodzące	→					□	
Obl. skarbowe	Krótkot. obl. skar. USA	→			□			
	Długot. obl. skar. USA	→						
	Krótkot. rdzeń euro	→						
	Długot. rdzeń euro	→				□		
	Peryferia euro	→					□	
	Obligacje Wlk. Brytania	→						
	Obligacje Japonia	→						
Obligacje przedsiębiorstw	USA inwestycyjne	→					□	
	USA wysokodochodowe	→					□	
	Euro inwestycyjne	→					□	
	Euro wysokodochodowe	→					□	
	Dług r. wsch. w twardej walucie	→					□	
	Dług r. wsch. w walucie lok.	→				□		
FX	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	→		□			Wybór Emmanuela Macrona na prezydenta Francji oraz perspektywa uzyskania bezwzględnej większości w wyborach parlamentarnych praktycznie wyeliminowały francuskie ryzyko polityczne z otoczenia rynków finansowych. Rozmowy o zakończeniu programów QE (w Stanach Zjednoczonych Fed mówi o gotowości do zmniejszenia swojej sumy bilansowej) lub ograniczeniu programów skupu aktywów (EBC może zrobić to po raz kolejny) są obecnie najważniejszymi źródłami ryzyka, wraz z zacieśnianiem polityki monetarnej przez Fed oraz ryzykiem przekazania mylących komunikatów. Utrzymujemy niektóre strategie hedgingu makroekonomicznego, aby w razie potrzeby zaradzić tego rodzaju problemom – w tym strategii oparte na długoterminowej zmienności oraz długoterminowych obligacjach skarbowych Stanów Zjednoczonych.
Bundy – długa	→	□				
USD – długa	→		□			
JPY – długa	→	□				
Zmienność – długa	→		□			
USD gotówka – długa	→		□			
Złoto – długa	→	□				
TIPS USA – długa	→	□				
Zakup opcji sprzedaży akcji	→		□			

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 czynniki ryzyka z przypisanymi prawdopodobieństwami. Opisano w niej również najbardziej prawdopodobne skutki dla rynków.

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

[PRAWDOPODOBIEŃSTWO] **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 cięcia podatkowe i ożywienie wydatków na infrastrukturę są planowane, jednak środki te muszą się samofinansować, ponieważ amerykański Kongres (nawet zdominowany przez Republikanów) nie jest gotów udzielić nowemu prezydentowi bezwarunkowego poparcia w tych kwestiach. Przed kilkoma tygodniami Donald Trump ogłosił pewne znaczące środki w tym zakresie, w tym cięcia podatku od osób prawnych. W przypadku zatwierdzenia 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 W przypadku zatwierdzenia przez Kongres ogłoszone środki prawdopodobnie pobudzą rynki akcji i spowodują wzrost stóp krótko- oraz długoterminowych. W rezultacie Fed będzie w stanie kontynuować swój cykl zacieśniania polityki pieniężnej. Jeśli jednak nie zostaną one zatwierdzone, będzie trzeba liczyć się z rozczarowaniem rynków finansowych, które naszym zdaniem spodziewają się po nowym prezydencie Stanów Zjednoczonych zbyt wiele. Konieczne będzie uważne obserwowanie negocjacji z Kongresem.

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

[PRAWDOPODOBIEŃSTWO] **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**

[PRAWDOPODOBIEŃSTWO] **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 regulacje, których ograniczenie jest priorytetem dla prezydenta. Niewłaściwa interpretacja intencji lub decyzji Fedu od dawna stanowi znaczący czynnik ryzyka. Przy wzroście PKB zbliżonym do 2%, inflacji około 2% i obecnym poziomie zatrudnienia stopa funduszy Fedu powinna być znacznie wyższa niż obecnie, gdyby realizowany był normalny cykl polityki monetarnej. Pod względem technicznym Fed jest „za rzywą”. 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. Nie zmienił swoich prognoz dotyczących wzrostu gospodarczego, inflacji czy polityki stóp procentowych od czasu

Czerwiec 2017

Czynniki ryzyka

objęcia stanowiska przez Donalda Trumpa. Krótko mówiąc, nie zrobił nic, aby potwierdzić nadzieje związane z wpływem „efektu Trumpa” na sytuację w Stanach Zjednoczonych. Mimo wszystko od Fedu oczekuje się dwukrotnego podwyższenia stóp do końca 2017 r. Jest jednak jedno zastrzeżenie: Fed musi uniknąć błędów komunikacji. Rynki mogłyby zareagować kiepsko, gdyby stopy zostały zwiększone zbyt wcześnie, nadmiernie lub bez solidnego uzasadnienia, bądź też w przypadku istotnych niespodzianek. Im silniejsze będą fiskalne i podatkowe bodźce stymulujące, tym większym potencjałem podwyższania kluczowych stóp bez konieczności liczenia się z negatywną reakcją rynków finansowych będzie dysponować Fed.

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.

[ŹRÓDŁO RYZYKA 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 przyszły 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 (od 3 do 5% obecnie w stosunku do 10% przed 15 laty). Należy uważnie obserwować sytuację w zakresie chińskiego długu prywatnego, 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 „rozwinętych” 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%). 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 antyimigracyjny (z redukcją siły roboczej i populacji, a także wzrostem kosztów pracy) oraz renegotjacja traktatów handlowych mogłyby doprowadzić gospodarkę 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

Czerwiec 2017

Czynniki ryzyka

rynku amerykańskim. Początkowy wpływ będzie negatywny, a brak wiarygodności banków centralnych z pewnością przełożyłby się na wzrost zmienności i napięć. Należy oczekiwać, że w przyszłości budżety nadal będą istotnie nie zrównoważone.

[ŹRÓDŁO RYZYKA NR 7] **Gwałtowna dewaluacja juana**

[PRAWDOPODOBIEŃSTWO] **10%**

ANALIZA Dotychczas Chiny wykorzystywały politykę monetarną, budżetową, fiskalną i przychodową jako narzędzia stymulacyjne, jednocześnie ostrożnie powstrzymując się od posługiwania się polityką kursów wymiany. 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. Władze Chin zostały w styczniu zmuszone do zwiększenia dotkliwości mechanizmów kontroli kapitałowej — jest to decyzja sprzeczna z ich długoterminowym planem. 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 znaczącą część efektywnego kursu wspólnej waluty.

[ŹRÓDŁO RYZYKA NR 8] **Znaczące spowolnienie w gospodarkach wschodzących i w zakresie cen surowców**

[PRAWDOPODOBIEŃSTWO] **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 (gdzie 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 (ciąć 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), dyskontowanie 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 protekcjonizmu 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 RYZYKA NR 9] **Problemy po Brexicie trwale osłabiają Wielką Brytanię**

[PRAWDOPODOBIEŃSTWO] **70%**

ANALIZA „Nie ma czegoś takiego jak darmowy lunch. Brytyjczycy muszą to wiedzieć” — stwierdził Wolfgang Schäuble. „Nie chcemy osłabić Wielkiej Brytanii. Nie chcemy też jednak osłabienia reszty Europy. Wielka Brytania nie powinna po opuszczeniu Unii mieć przywilejów, których nie mają inne państwa”. Angela Merkel ponownie podkreśliła, że Brytyjczycy nie powinni „mieć iluzji” co do procesu Brexitu. Ton został nadany. 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 pożądanego niezależności bez ograniczeń narzucanych przez UE. Wydaje się to nieprawdopodobne, a w każdym razie to właśnie jest stawką trwających negocjacji. Istnieje kilka punktów spornych, w tym dostęp do jednolitego rynku oraz szacowany na 60 mld euro rachunek rozwodowy, który Wielka Brytania będzie musiała uregulować na rzecz UE.

Czerwiec 2017

Czynniki ryzyka

WPLYW 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.

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

[PRAWDOPODOBIEŃSTWO] 20%

ANALIZA Z perspektywy czysto ekonomicznej Brexit prawdopodobnie nie wpłynie zbytnio na UE. Najbardziej ucierpiałyby 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. Obecnie taka sytuacja nie występuje, ponieważ 27 pozostałych krajów UE prezentuje wspólne stanowisko. 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 (wysoce nieprawdopodobny) „wielki skok naprzód” w stronę federalizmu. Należy zauważyć, że negocjacje z Wielką Brytanią rozpoczynają 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.

WPLYW 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

[PRAWDOPODOBIEŃSTWO] 50%

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 seria wyborów, które mają się odbyć w Europie i które w żadnym wypadku nie pozostaną bez konsekwencji dla zmienności aktywów finansowych.

WPLYW 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

[PRAWDOPODOBIEŃSTWO] 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 stałochodowych, 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.

WPLYW 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. Program skupu aktywów EBC powoduje spadek płynności (co jest skutkiem negatywnym), jednak pomaga też w utrzymaniu niskiej zmienności (skutek pozytywny)...

Czerwiec 2017

Czynniki ryzyka

Obawy powrócą, gdy tylko debata w sprawie zakończenia QE wróci na nagłówki portali finansowych — a można założyć, że będzie ona coraz częściej poruszanym tematem.

[ŹRÓDŁO RYZYKA NR 13] Upadek banków

[PRAWDOPODOBIEŃSTWO] 5%

ANALIZA To zagrożenie wydaje się nam wysoce przesadzone. Trzeba pamiętać, że 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. Nie jesteśmy jednak pesymistami. Banki z roku 2017 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, zapewniane przez EBC rozwiązania zwiększające dostęp do płynności już od ponad dwóch lat znacząco ograniczają ryzyko związane z poszczególnymi podmiotami oraz ryzyko systemowe. Powrót wzrostu gospodarczego wywiera obecnie pozytywny wpływ na rynki. Należy również pamiętać, że w trakcie ostatnich kilku kwartałów — a w szczególności od czasu wyboru Donalda Trumpa — znaczna część instrumentów stałodochodowych 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.

WPLÝW 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

[PRAWDOPODOBIEŃSTWO] 70%

ANALIZA Pod względem geopolitycznym rynki działają obecnie w trudnym otoczeniu: Syria, Państwo Islamskie, Turcja, ataki terrorystyczne i napływ migrantów to niektóre z sił osłabiających więzi dyplomatyczne między krajami — zwłaszcza w Europie. Stany Zjednoczone oficjalnie przystąpiły do tej debaty wraz z wyborem Donalda Trumpa oraz perspektywą deportacji migrantów. 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.

WPLÝW 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.)

[PRAWDOPODOBIEŃSTWO] 30%

ANALIZA Pod względem politycznym rynki działają obecnie w trudnym otoczeniu: W 2017 r. odbędą się wiele wyborów, a niektóre z nich są naprawdę ważne: 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. Po ostatnich wyborach (Hiszpania, Włochy, Austria, a zwłaszcza Francja) ryzyko to zmalało: żaden z europejskich krajów nie dał władzy partii skrajnie prawicowej — nie umniejszając znaczenia tych partii ani tego trendu, liczymy też na możliwość wzmocnienia osi francusko-niemieckiej.

WPLÝW NA RYNEK Bieżące źródła ryzyka politycznego są wyraźnie zidentyfikowane, jednak kwestie związane z nadzorem w UE i przyszłym przywództwem UE wydają się dziś znacznie istotniejsze niż wzrost znaczenia protekcjonizmu czy słabo sprecyzowane dążenia do opuszczenia Unii. To mniejsze zło. Czy jednak wpłynie to na perspektywy wzrostu gospodarczego lub na rynki finansowe? Obecnie odpowiedź jest negatywna.

Czerwiec 2017

Czynniki ryzyka

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

[PRAWDOPODOBIEŃSTWO] 10%

ANALIZA Na horyzoncie mamy dwie kluczowe bitwy wyborcze: wybory parlamentarne 11 i 18 czerwca. Nowo wybrany prezydent (E. Macron) będzie teraz musiał przyciągnąć wyborców, aby uzyskać większość prezydencką w zbliżających się wyborach parlamentarnych, co jest jedynym sposobem na utworzenie stabilnego rządu. Prezydent będzie musiał wybrać wybory parlamentarne (zdobyć ponad połowę z 577 mandatów) lub sformować rząd koalicyjny. Ryzyko wiąże się z tym, że Francja mogłaby skończyć z prezydentem nieposiadającym poparcia stabilnej większości, jednak w świetle ostatnich wydarzeń — po udzieleniu nowemu prezydentowi poparcia przez najważniejszych francuskich polityków — wydaje się to nieprawdopodobne.

WPLYW NA RYNEK Francuskie wybory stanowiły istotny czynnik ryzyka dla rynków finansowych, ponieważ odzwierciedlały bieżące trendy: rosnące znaczenie partii skrajnie prawicowych w krajach należących do rdzenia strefy euro, rosnące odrzucenie establishmentu, pokusy związane z protekcjonizmem, wrogość wobec UE lub jej instytucji... Wzrost premii za ryzyko (spready w stosunku do obligacji niemieckich, zmienność, CDS-y...) był pewny, jednak sądzimy, że znacząca poprawa, która nastąpiła po drugiej turze wyborów prezydenckich, utrzyma się w przewidywalnej przyszłości.

[ŹRÓDŁO RYZYKA NR 17] Utrzymujący się i znaczący wzrost oprocentowania europejskich obligacji

[PRAWDOPODOBIEŃSTWO] 20%

ANALIZA Od czasu kryzysu finansowego stopy długoterminowe zdecydowanie spadły. 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. W Stanach Zjednoczonych znaczenie wszystkich tych czynników (rzeczywistość, środki ogłoszone oraz środki, których obawiają się rynki) wzrosło. Jeśli chodzi o Stany Zjednoczone, oczekujemy przedłużenia obecnego etapu wzrostu gospodarczego (który od kilku kwartałów traci na dynamice), jednak nie rozpoczęcia nowego cyklu koniunkturalnego. Fed podnosi stopy, a ponadto oczekuje się bardziej ekspansjonistycznego charakteru polityki fiskalnej i podatkowej, co uzasadnia ruch stóp w górę, jednak naszym zdaniem stawianie na trwały i znaczący wzrost stóp długoterminowych w Stanach Zjednoczonych wydaje się 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. Znaczenie tych czynników będzie się utrzymywać, jednak z pewnością w stopniu niewystarczającym do zapobieżenia wzrostowi stóp długoterminowych (bardziej solidny wzrost gospodarczy, nieznaczny wzrost indeksów cen, debata nad wycofaniem ujemnych stóp oraz programów QE EBC i Fedu, bardziej prorozwojowe środki budżetowe i fiskalne itp.), ponieważ wszystkie te czynniki z pewnością wystarczą do pobudzenia wzrostu stóp długoterminowych.

WPLYW NA RYNEK Gwałtowny wzrost stóp długoterminowych byłby złą wiadomością dla wrażliwych gospodarek (zwłaszcza Francji i Niemiec). Niewątpliwie jeszcze gorszy wpływ wywarłby na Stany Zjednoczone, gdzie wrażliwość na długoterminowe stopy procentowe wzrosła wraz ze zwiększeniem ogólnego poziomu zadłużenia przedsiębiorstw, co niekorzystnie wpływa na wzrost gospodarczy i skłania do oczekiwania spadku rentowności obligacji w przyszłości. 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>Rozczarowujący wzrost gospodarczy w I kwartale, niepewność dotycząca polityki fiskalnej utrzymuje się.</p> <ul style="list-style-type: none"> > Rozczarowujący wzrost gospodarczy w I kwartale (+1,2%) nie wystarczy do zakłócenia cyklu koniunkturalnego. Z ankiet gospodarczych nadal wynika optymistyczny obraz przyszłości, a rynek pracy ma się dobrze. > Cyklowi ekspansji gospodarczej nie zagrażają też problemy Donalda Trumpa. Utrudniają mu one jedynie wywiązywanie się ze złożonych w kampanii obietnic, jednak Republikanie tak czy inaczej są skłonni osiągnąć porozumienie w sprawie cięć podatkowych. Z drugiej strony, wygląda na to, że protekcyjnistyczne zapędy Trumpa i Republikanów z Izby Reprezentantów napotkają poważny opór. 	<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"> > Inflacja znacząco spadła, a bank centralny rozpoczął cykl łagodzenia polityki pieniężnej, którego prawdopodobnie będzie trzymać, jeśli nic się nie zmieni. > Wskaźniki aktywności gospodarczej powoli się poprawiają. > Ożywienie gospodarcze jest tłumione w zarodku przez nowy epizod kryzysu politycznego, który po raz kolejny związany jest bezpośrednio z osobą prezydenta — nie pomagają również kolejne obniżki ratingu obligacji skarbowych. 	<ul style="list-style-type: none"> > Złagodzenie polityki fiskalnej, a w szczególności bardzo ograniczona reforma emerytalna. > Gwałtowna deprecjacja reala. > Zbliżający się początek recesji.
EUROPA		
STREFA EURO	<p>Ryzyko polityczne maleje po francuskich wyborach prezydenckich</p> <ul style="list-style-type: none"> > Wskaźniki ekonomiczne nadal pozytywnie zaskakują (niektóre osiągają wieloletnie maksima). Podwyższyliśmy nasze prognozy wzrostu do 1,6% w roku 2017 oraz 1,5% w roku 2018, w stosunku do odpowiednio 1,5% oraz 1,3%. Mimo wszystko jednak europejski cykl koniunkturalny opóźnia się w stosunku do amerykańskiego i jeszcze nie znajduje się w punkcie, w którym mogłoby dojść do generowania presji inflacyjnej. Na razie inflacja bazowa jest stabilna i w skali rocznej wynosi nieco poniżej 1%. > Ryzyko polityczne zmalało — wynik francuskich wyborów prezydenckich wyeliminował ryzyko Frexitu, którym martwiły się rynki. Niepewność polityczna utrzymuje się we Włoszech (gdzie wybory zaplanowano najpóźniej na maj 2018 r.) — da się wyczuć intensywny eurosceptycyzm, jednak najbardziej prawdopodobnym scenariuszem są dalsze rządy prounijnej koalicji. Wybory parlamentarne w Niemczech prawdopodobnie nie wywołają żadnych zakłóceń na rynku. 	<ul style="list-style-type: none"> > Ryzyko polityczne (wzrost znaczenia partii protestu, 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. Niepewność polityczna zaczyna jednak zbierać żniwo.</p> <ul style="list-style-type: none"> > Wynik zaplanowanych na 8 czerwca wcześniejszych wyborów jest wysoce niepewny. W tym momencie całkowity brak jasności co do przyszłych relacji z UE oraz zbliżające się trudne negocjacje ostatecznie podkopują zaufanie i szkodzą gospodarce. > Gospodarka zaczyna słabnąć pod wpływem rosnącej inflacji związanej z deprecjacją funta oraz niepewnością dotyczącą perspektyw na przyszłość. W latach 2017–18 polityka fiskalna jest umiarkowanie ekspansywna (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"> > Sądymy, 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. Spowolnienie było jednak bardziej widoczne w sektorze budowlanym. > 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. > 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"> > Gospodarka nadal zyskuje na poprawie w zakresie cykli przemysłu i handlu międzynarodowego w Azji. Bezrobocie osiągnęło 20-letnie minimum, jednak spadające wynagrodzenia realne mogłyby zaszkodzić wydatkom konsumpcyjnym. Będzie fiskalne oraz cięcie podatku od osób prawnych stanowią istotne czynniki wspierające. W 2018 r. wzrost gospodarczy prawdopodobnie spowolni jednak w porównaniu z rokiem 2017, dla którego podwyższyliśmy prognozy. 	<ul style="list-style-type: none"> > Ekspozycja na Chiny. > Polityka ujemnych stóp procentowych.

Czerwiec 2017

Prognozy makroekonomiczne i finansowe

PROGNOZA MAKROEKONOMICZNA

- Stany Zjednoczone:** ekspansja trwa, podobnie jak poprawa sytuacji na rynku pracy. Trudności polityczne Donalda Trumpa nie zagrażą kontynuacji cyklu koniunkturalnego. Cięcia podatków są prawdopodobne przed zaplanowanymi na 2018 r. wyborami parlamentarnymi, co powinno pomóc w ustabilizowaniu tempa wzrostu gospodarczego w okolicach 2%.
- Japonia:** wzrost gospodarczy w I kwartale pozytywnie zaskoczył (+2,1%). Jest to piąty z kolei kwartał ekspansji. Polityka fiskalna pozostaje motorem wzrostu, a Bank Japonii kontynuuje dostosowawczą politykę monetarną. Nominalny wzrost PKB jest jednak bardzo niski ze względu na spadek cen (deflator PKB), a realne wynagrodzenia pracowników spadają drugi kwartał z rzędu. Wzrost gospodarczy prawdopodobnie spowolni.
- Strefa euro:** trwa konsolidacja ożywienia gospodarczego. Nastroje osiągnęły najwyższy poziom od 2011 r., co świadczy o tym, że stan gospodarki poprawił się w kontekście nadal dostosowawczych warunków monetarnych oraz pomimo wzrostu stóp procentowych. Ważne jest dalsze obserwowanie ryzyka politycznego (zwłaszcza we Włoszech).
- Brazylia:** w I kwartale PKB spadł o 0,4%, co i tak było wynikiem lepszym niż kwartał wcześniej (-2,5% r/r). Poprawę tę można jednak przypisać głównie zmianie kompozycji zapasów. Zaktualizowaliśmy naszą prognozę na rok 2017 do 0% w stosunku do -0,5%. Zachowujemy ostrożność ze względu na słaby popyt oraz niepewność polityczną dotyczącą reform budżetowych.
- Rosja:** zgodnie ze wstępnym oszacowaniem oczekuje się, że w I kwartale 2017 r. PKB wzrósł o 0,5% r/r, w stosunku do 0,3% r/r w IV kw. 2016 r. Dane te przekonują nas do utrzymania scenariusza powrotu dodatniego wzrostu za rok 2017. Uwzględniając jednak i) obecny brak informacji o komponentach oraz ii) wrażliwość wskaźników ekonomicznych, utrzymujemy naszą prognozę wzrostu PKB w 2017 r. równą 1%.

Średnie roczne (%)	Rzeczywisty wzrost PKB, %			Inflacja (CPI, r/r, %)		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
USA	1,6	2,0	2,0	1,3	2,5	2,3
Japonia	1,0	1,2	1,0	-0,1	0,3	0,9
Strefa euro	1,7	1,6	1,5	0,2	1,5	1,2
Niemcy	1,8	1,7	1,6	0,4	1,6	1,4
Francja	1,2	1,4	1,3	0,3	1,3	1,1
Włochy	0,9	1,1	1,1	-0,1	1,2	1,1
Hiszpania	3,2	2,3	1,6	-0,2	1,3	1,2
Wlk. Brytania	1,8	1,5	1,3	0,6	2,5	1,9
Brazylia	-3,6	0,0	1,4	8,7	4,4	5,4
Rosja	-0,2	1,0	1,8	7,0	4,5	5,1
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	2,9	3,4	2,5	7,8	10,1	8,9
Kraje rozwinięte	1,6	1,8	1,7	0,7	1,8	1,7
Kraje wschodzące	4,0	4,3	4,4	4,1	3,9	3,5
Świat	3,0	3,2	3,2	2,6	3,0	2,7

Zródło: Amundi Research

PROGNOZA KLUCZOWYCH STÓP PROCENTOWYCH

- FED:** Fed w czerwcu po raz kolejny podniesie stopę środków federalnych. Pod koniec roku Fed ogłosi zaprzestanie reinwestowania środków z będących w swoim posiadaniu zapadających aktywów.
- EBC:** program QE będzie kontynuowany w tempie 60 mld euro miesięcznie do grudnia 2017 r. EBC jeszcze przed końcem bieżącego roku powinien ogłosić, że w 2018 r. tempo QE zostanie zredukowane. Przekazywane komunikaty będą stopniowo coraz mniej gołębie, jednak zanim inflacja bazowa nie przyspieszy, nie należy się oczekiwać zbyt wielu konkretnych zmian.
- Bank Japonii:** będzie kontynuować swoją politykę kontroli krzywej rentowności (YCC) i nie powinien zmienić docelowych poziomów swoich stóp.
- Bank Anglii:** Bank Anglii nie podniesie stóp, jeśli sytuacja ekonomiczna pogorszy się.

	2017-06-02	Amundi +6 m.	Konsensus IV kw. 2017 r.	Amundi 12m.	Konsensus II kw. 2018 r.
USA	1,00	1,50	1,50	1,75	1,85
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 miarę zbliżania się końca cyklu koniunkturalnego krzywa dochodowości będzie ulegać dalszemu spłaszczaniu. Problem równowagi pomiędzy podwyżkami stóp Fedu i redukcją jego sumy bilansowej pozostanie kluczowy.
- Strefa euro:** stopy długoterminowe powinny wzrosnąć, a EBC powinien stopniowo rezygnować ze swojej ultradostosowawczej polityki. Stopy równowagi inflacji pozostają (zbyt) niskie.
- 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. 10-letnich					
	2017-06-02	Amundi +6 m.	Forward +6m	Amundi 12m.	Forward +12m
USA	1,28	1,40/1,60	1,44	1,60/1,80	1,57
Niemcy	-0,72	-0,80/-0,60	-0,71	-0,80/-0,60	-0,64
Japonia	-0,15	-0,20/-0,00	-0,15	-0,20/-0,00	-0,13
Wlk. Brytania	0,11	0,00/0,20	0,14	0,00/0,20	0,19

Rentowności obligacji 10-letnich					
	2017-06-02	Amundi +6 m.	Forward +6 m.	Amundi 12m.	Forward 12m.
USA	2,15	2,40/2,60	2,27	2,40/2,60	2,38
Niemcy	0,27	0,40/0,60	0,43	0,60/0,80	0,55
Japonia	0,06	0	0,09	0	0,15
Wlk. Brytania	1,04	1,00/1,20	1,14	1,00/1,20	1,26

PROGNOZA DLA WALUT

- EUR:** wraz ze stopniowym wycofywaniem się EBC z ultradostosowawczej polityki monetarnej euro powinno do końca roku zyskiwać.
- USD:** USD powraca tam, gdzie znajdował się przed wyborami prezydenckimi. Kolejne rozczarowania przyszłymi środkami stymulacyjnymi wywarłyby dalszą presję na USD.
- JPY:** jen jest nadal niedowartościowany. W kontekście bardzo niskiej zmienności JPY może okazać się interesujący dla celów hedgingu ryzyka.
- GBP:** preferujemy krótką pozycję na funcie, ponieważ spodziewamy się, że będzie on nadal tracił na wartości z powodu stopniowego pogarszania się stanu gospodarki.

	2017-06-02	Amundi +6 m.	Konsensus IV kw. 2017 r.	Amundi 12m.	Konsensus II kw. 2018 r.
EUR/USD	1,13	1,15	1,10	1,20	1,12
USD/JPY	110	115,00	115,00	110,00	115,00
EUR/GBP	0,87	0,90	0,87	0,90	0,88
EUR/CHF	1,09	1,05	1,10	1,05	1,11
EUR/NOK	9,50	9,20	8,99	9,00	9,23
EUR/SEK	9,73	9,60	9,41	9,40	9,71
USD/CAD	1,35	1,37	1,35	1,40	1,33
AUD/USD	0,74	0,72	0,74	0,70	0,75
NZD/USD	0,71	0,70	0,68	0,70	0,71