

Alokacja aktywów

Nasze przekonania

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

Wielokrotnie powtarzaliśmy, że rynki finansowe mają skłonność do przeszacowywania ryzyka związanego z europejskimi wyborami, niedoszacowywania obaw dotyczących Brexitu oraz przeceniania nadziei związanych z polityką gospodarczą Donalda Trumpa. Możemy nawet powiedzieć, że motyw ten stanowił istotne źródło inspiracji dla naszych wyborów związanych z alokacją aktywów oraz strategii hedgingu makroekonomicznego. Cóż, oto jak rozwinęła się sytuacja...

Francuskie wybory uspokajają rynki

Rynek odczuł znaczącą ulgę w otoczeniu, w którym negatywne scenariusze tak naprawdę nie były „przewidywane” — prawdopodobnie jest to dowód na względny spokój okresu poprzedzającego wybory, istotne niedoważenie Francji lub postawę „poczekamy, zobaczymy”. Brak było jednoznacznie wrogiej postawy, mimo prowadzenia Marine Le Pen, rozczarowań związanych z François Fillonem, wzrostem popularności Jean-Luca Mélenchona i wreszcie obaw przed scenariuszem Le Pen-Mélenchon w drugiej turze. Ogólnie rzecz biorąc, wpływ rynku francuskiego i pozostałych rynków europejskich był ograniczony. Pod kilkoma względami, w tym pod względem eliminacji skrajnego ryzyka (pojedynek między Le Pen i J.-L. Mélenchonem i wygrana M. Le Pen w pierwszej turze w szczególności) oraz eliminacji europejskiego ryzyka systemowego związanego z Frexitem, pierwsza tura wyborów zapoczątkowała trend długoterminowy. Podobnie jak w Hiszpanii, Austrii i Holandii, partia populistyczna prawdopodobnie nie obejmie rządów. W przypadku zwycięstwa problemem dla Macrona będzie zdobycie większości w najbliższych wyborach parlamentarnych (11 i 18 czerwca) — jeśli mu się to nie uda, będzie musiał sformować rząd koalicyjny z partnerami z lewicy lub prawicy. Stawka jest wysoka, a na ostateczne odpowiedzi trzeba będzie poczekać do połowy czerwca.

Na razie z powodu eliminacji skrajnych źródeł ryzyka — zwłaszcza dla Europy — potrzebny jest powrót Francji do źródeł, który umożliwi zwrócenie uwagi na namacalną rzeczywistość:

- poprawiającą się sytuację gospodarczą,
- ponowny wzrost inwestycji,
- jeden z najlepszych sektorów bankowych w krajach europejskiej unii walutowej,
- znaczący wzrost akcji kredytowej dla małych i średnich przedsiębiorstw,
- wzrost wskaźników wyprzedzających,
- lepsze perspektywy zysków,
- deprecjację euro w kategoriach realnych po silnej aprecjacji walut rynków wschodzących od początku roku,
- środowisko niskich stóp,
- budżetowe pole manewru wynikające z ostrego spadku kosztów obsługi długu (niskie stopy procentowe)...

Trump rozczarowuje... a to prawdopodobnie nie koniec

Oczywiście Trump nadal wygłasza mocne przemówienia i komentarze, ale jego zdolność do realizacji zapowiadanych „reform” jest raczej ograniczona. Po niepowodzeniu likwidacji Obamacare wszyscy oczekiwali na reformę podatkową. Trochę to trwało, ponieważ Kongres ma w tej sprawie określone stanowisko. Tak czy inaczej, kilka dni temu Trump ogłosił historyczną obniżkę podatków, największą od lat osiemdziesiątych (Ronald Reagan). Zaprezentowano ją jako samofinansującą się, jednak nadal oczekuje ona na zatwierdzenie przez Kongres. Nie będzie to łatwe, ponieważ reforma sfinansuje się sama w rozumieniu Donalda Trumpa i jego administracji (wywołany przez nią wzrost gospodarczy zapobiegnie pogorszeniu sytuacji finansów publicznych), ale w sensie ekonomicznym brakuje na nią środków, a zgodnie z wytycznymi Kongresu środkowi zwiększającemu zaangażowanie finansowe państwa musi towarzyszyć odpowiednie źródło finansowania



Skrajne źródła ryzyka znikną



Powrót do korzeni... a to dobra wiadomość



maj 2017

(np. redukcja wydatków) — nie można zakładać finansowania z przyszłych wpływów. Dialektyka Trumpa przypomina tę stosowaną przez Ronalda Reagana, ale dziś jest już bezużyteczna: punkt wyjścia dla mandatu Trumpa nie ma nic wspólnego, pod względem deficytów i długów, z punktem wyjścia Ronalda Reagana, a główne środki sprzyjają najbogatszym firmom i ich dochodom, co nie podoba się wielu kongresmenom, którzy zdążyli już o tym poinformować:

- Podatek od osób prawnych: redukcja z 35% (najwyższej stawki w krajach OECD) do 15%. Należy zauważyć, że ze względu na zróżnicowane potrącenia i ulgi pełna stawka w wysokości 35% jest rzadko stosowana. Mimo to jest to istotny środek.
- Podatek dochodowy: redukcja liczba przedziałów dochodowych z 7 do 3 (od 10% do 35%), redukcja stawki maksymalnej z 39,6% do 35% (dla dochodów powyżej 470 000 dolarów), eliminacja 3,8% podatku na sfinansowanie Obamacare (obecnie naliczanego dla przychodów powyżej 250 000 dolarów) i usunięcie praktycznie wszystkich ulg podatkowych w celu uproszczenia systemu.
- Podatek od spadków: niższe opodatkowanie przekazania majątku o wartości przekraczającej pewien próg.

Reforma podatkowa Trumpa w trzech słowach:

- poprawa konkurencyjności przedsiębiorstw dzięki bardziej efektywnemu systemowi podatkowemu;
- przyspieszenie repatriacji zysków i plany inwestycyjne, a tym samym wzrost zatrudnienia;
- uproszczenia dla każdego obywatela Stanów Zjednoczonych.

Możemy trzymać się takich zasad, ale widzimy też, że pomoc gospodarstwu domowemu w najtrudniejszej sytuacji nie znajduje się w centrum tej reformy — wprost przeciwnie. Czy reformy te zostaną przyjęte przez Kongres w ich obecnej postaci? Szczerze mówiąc, naszym zdaniem można w to wątpić. Oczywiście ryzyko wiąże się z możliwością poważnego rozczarowania dotyczącego „dyskontowania” przyszłego wzrostu gospodarczego — jego ofiarą padłby amerykański rynek akcji, którego wycenę już uważa się za przesadzoną.

Brexit będzie dla Wielkiej Brytanii trudną próbą

Przywódcy 27 krajów europejskich (UE bez Wielkiej Brytanii) ostatnio jednogłośnie przyjęli główne zasady zbliżających się negocjacji z Wielką Brytanią w sprawie Brexitu. Biorąc pod uwagę niedawne podziały, może się to wydawać zaskakujące, jednak na specjalnym szczycie w sprawie Brexitu z 29 kwietnia Unia dowiodła swojej jedności. „Wytyczne zostały przyjęte jednogłośnie. Solidny i rzetelny mandat krajów UE-27 do rozmów w sprawie Brexitu jest gotowy” — stwierdził Donald Tusk. „Jesteśmy gotowi i zjednoczeni” — powiedział szef zespołu unijnych negocjatorów Michel Barnier, który wykluczył też jakiegokolwiek negocjacje handlowe, o ile sprawie w kluczowych kwestiach nie zostanie osiągnięty „znaczący postęp”.

Główne zasady UE w sprawie Brexitu

Zgodnie z oświadczeniami członków grupy UE-27, przyjęte zostały następujące zasady:

Rozwód przed rozpoczęciem jakichkolwiek negocjacji handlowych. Kraje UE-27 przed przystąpieniem do negocjacji handlowych chcą ustalić warunki „rozvodu”. Rozstrzygnięcie tych dwóch kwestii w czasie poniżej dwóch lat jest niemożliwe (wynegocjowanie umowy handlowej trwa przeciętnie od 7 do 10 lat). Wielka Brytania chciałaby prowadzić negocjacje dwutorowo, jednak nie może na to liczyć.

Kwestia „przyszłych relacji” będzie negocjowana wyłącznie wówczas pod warunkiem „wystarczających postępów” porozumienia w sprawie opuszczenia UE. Jak twierdzi premier Luksemburga Xavier Bettel, „Brytyjczycy nie należą już do naszej rodziny, ale pozostają naszymi sąsiadami i w związku z tym musimy się nawzajem szanować”.

Brak przywilejów à la carte. Uwolniona od swoich zobowiązań wobec UE Wielka Brytania nie będzie mieć takich samych praw i korzyści, jak państwa członkowskie UE.

Uniknąć chaosu. UE chce „uporządkowanego odejścia” Wielkiej Brytanii w celu uniknięcia „niepewności” oraz „zakłóceń”. Krajom UE-27 zależy, aby Wielka Brytania pozostała „bliskim partnerem”.

Prawa obywateli. Kraje UE-27 chcą rozstrzygnąć dotyczących losu trzech milionów obywateli UE mieszkających w Wielkiej Brytanii oraz miliona Brytyjczyków zamieszkałych na terytorium UE. Chodzi o prawo do zamieszkania, uznawanie dyplomów, prawo do podejmowania pracy, uprawnienia emerytalne oraz prawo do ochrony socjalnej...

“

Najważniejsze środki sprzyjają najbogatszym firmom i obywatelom, co nie podoba się wielu kongresmenom”

”

“

Trumpflacja: uwaga na możliwe rozczarowania”

”

“

Jesteśmy gotowi i zjednoczeni”

”

maj 2017

Rachunek za rozwód. Wielka Brytania będzie musiała uregulować wszystkie swoje zobowiązania finansowe (uczestnictwo w zróżnicowanych europejskich programach i funduszach, składka do budżetu...). Kraje Unii oceniają łączny rachunek dla Wielkiej Brytanii na kwotę około 60 mld euro. To będzie drażliwa kwestia.

Irlandia Północna. Na wniosek Dublinia pozostałe 26 krajów UE zaakceptowało koncepcję automatycznej akcesji Irlandii Północnej do UE po sfinalizowaniu Brexitu, jednak wyłącznie w kontekście uchwalonej w 1998 r. ustawy o zjednoczeniu wyspy.

Gibraltar. Kolejnym priorytetem UE jest rozstrzygnięcie konfliktu między Wielką Brytanią i Hiszpanią. Terytorium to od 1713 r. pozostaje pod brytyjską administracją, jednak Madryt regularnie zgłasza do niego pretensje. Kraje UE-27 już potwierdziły, że żadna z umów dotyczących przyszłych relacji między Unią Europejską a Wielką Brytanią nie będzie dotyczyć Gibraltar, jeżeli Madryt i Londyn nie dojdą do porozumienia.

Po przybyciu do Brukseli François Hollande ostrzegł Londyn, że Brexit „musi się wiązać z kosztami dla Wielkiej Brytanii”. „Europa będzie bronić swoich interesów”.

Wolfgang Schäuble stwierdził, że Wielka Brytania nie skorzysta na swoim rozwodzie z UE po zakończeniu negocjacji w sprawie Brexitu. „Nie ma czegoś takiego jak darmowy lunch. Brytyjczycy muszą o tym wiedzieć” — stwierdził Schäuble. „Nie chcemy osłabić Wielkiej Brytanii. Ale nie chcemy też osłabienia reszty Europy. Po opuszczeniu UE Wielka Brytania nie powinna otrzymać korzyści, których nie będą posiadać pozostałe kraje”. Tymczasem Angela Merkel zauważyła, że Brytyjczycy nie mogą „żyć iluzjami”.

Jak wyglądają następne kroki?

- 22 maja 2017: wytyczne w sprawie zasad secesji zostaną przyjęte przez 27 krajów UE;
- 8 czerwca: data brytyjskich wyborów parlamentarnych, zwołanych przez Theresę May w celu uzyskania bardziej solidnego poparcia politycznego;
- 9 czerwca: kraje UE-27 chcą rozpocząć negocjacje z Wielką Brytanią.

Brexit: czy Brytyjczycy zaczną żałować swojej decyzji?

27 kwietnia dziennik The Times opublikował pierwszy sondaż (badanie YouGov) pokazujący, że większość Brytyjczyków żałuje rezultatu referendum z 23 czerwca, w którym zwyciężyła opcja odejścia z UE. Na pytanie „Patrząc z perspektywy, czy sądzisz, że Wielka Brytania postąpiła właściwie, czy niewłaściwie, głosując za opuszczeniem UE?” 45% respondentów odpowiedziało, że żałuje głosu za Brexitem, 43% zgodziło się, że była to dobra decyzja, a 12% miało problem z podjęciem decyzji. Jest to dowód istotnych podziałów w tym zakresie — sondaż ujawnił również, że 85% głosujących za Brexitem jest zadowolonych ze swojego wyboru, a 89% optujących za pozostaniem w UE nadal sądzi, że referendum nie powinno doprowadzić do Brexitu.

Na jakie jeszcze wydarzenia z ostatniego miesiąca warto zwrócić uwagę?

Francuskie wybory i ogłoszenie planu Trumpa były niewątpliwie najważniejszymi wydarzeniami ostatnich tygodni, jednak naszą uwagę przyciągnęły również inne znaczące kwestie:

- Scenariusz „globalnej reflacji” nadal jest dominujący: wiele instytucji, w tym organizacji międzynarodowych, koryguje swoje prognozy wzrostu PKB w dół.
- Trwa ożywienie globalnego handlu — zwłaszcza w Azji: wiadomo, że od czasu kryzysu finansowego, a tym bardziej od roku 2011, światowy handel nie jest już globalnym motorem wzrostu, jednak w niektórych regionach, w tym w Azji, handel nadal pozytywnie wpływa na wzrost gospodarczy.
- Prognozy wzrostu PKB w strefie euro skorygowano w górę — głównymi czynnikami były w tym przypadku poprawa akcji kredytowej oraz inwestycji. Wskaźniki PMI w strefie euro osiągnęły najwyższy poziom od 7 lat, a obecnie odpowiadają nawet tempu wzrostu PKB przekraczającemu nasze oczekiwania. Wszystko to dobrze wróży atrakcyjnym prognozom zysków i kursów akcji — tym bardziej że stopy procentowe pozostają na niskim poziomie: inflacja jest pod kontrolą, premia za ryzyko związane z Frexitem została wyeliminowana, ryzyko systemowe związane z europejskimi wyborami spadło, a zdolność Trumpa do pobudzenia wzrostu gospodarczego wzbudza wątpliwości.

“ Nie chcemy osłabić Wielkiej Brytanii. Ale nie chcemy też osłabienia reszty Europy ”

“ Światowy handel nie jest już globalnym motorem wzrostu, jednak w niektórych regionach, w tym w Azji, handel nadal pozytywnie wpływa na wzrost gospodarczy ”

maj 2017

- Inflacja pozostaje pod kontrolą zarówno w strefie euro, jak i w Stanach Zjednoczonych, choć jej trend jest raczej wzrostowy.
- Wzrost gospodarczy w Chinach ponownie korzysta na inwestycjach jako motorze rozwoju, jednak zadłużenie prywatne ciągle przyrasta (patrz artykuł 3 w tym wydaniu).
- Wskaźniki ekonomiczne w gospodarkach wschodzących są prawdopodobnie najmocniejsze od pięciu lat.
- Wielka Brytania nie odczuwa (jeszcze?) chaosu związanego z Brexitem, jednak wzrost jej PKB spowalnia. Pozostaje on niewątpliwie wyższy niż się początkowo spodziewano, ale pojawiają się też negatywne sygnały, zwłaszcza na rynku konsumenckim. W rezultacie Bank Anglii jest daleki od zacieśniania polityki pieniężnej.

Na co należy obecnie zwrócić uwagę?

Obecny powrót francuskiej gospodarki do korzeni nie powinien odwracać naszej uwagi od otoczenia międzynarodowego:

- Możliwe rozczarowanie tempem wzrostu gospodarki Stanów Zjednoczonych może okazać się korzystne dla rynków takich jak Europa czy rynki wschodzące.
- Fed zaczął bardziej zdecydowanie zacieśniać politykę pieniężną, jednak jego decyzje będą zależę od tempa wzrostu gospodarczego oraz zdolności rządu Trumpa do posługiwania się „bronią” fiskalną i podatkową: im mniejsze pole manewru będzie mieć prezydent, tym mniejszymi możliwościami realizacji swojej polityki podwyższania stóp będzie dysponował Fed.
- Możliwe rozczarowanie „Trumpflacją”: wdrożenie środków podatkowych i fiskalnych opóźniło się, co dowodzi, że Kongres i administracja będą mieć problemy ze znalezieniem wspólnego języka. Niedawno ogłoszone środki będą musiały zostać zatwierdzone przez Kongres... jednak jest mało prawdopodobne, że nastąpi to przed końcem roku.
- Jeśli chodzi o EBC, bank ten nie musiał kontrować żadnych negatywnych reakcji na francuskie wybory, co jest raczej dobrym sygnałem. EBC utrzymuje ultraniskie stopy i szeroko zakrojony program skupu aktywów (skupuje obligacje na kwotę ponad dwukrotnie przekraczającą emisję netto strefy), jednak debata dotycząca trwałości tych rozwiązań powróci jeszcze w tym roku.

Alokacja aktywów zasadniczo się nie zmieniła:

- Nadal preferujemy akcje europejskie: sytuacja gospodarcza jest lepsza, podobnie jak perspektywy zysków. Deprecjacja euro do walut rynków wschodzących również stanowi dobrą wróżbę dla przyszłych zysków. Wzrosty i spadki ryzyka francuskiego ryzyka lokalnego (wybory) i europejskiego ryzyka systemowego (Frexit) powinny przywrócić zainteresowanie strefą euro.
- Kondycja długoterminowych obligacji europejskich zależy oczywiście od wskaźników aktywności gospodarczej (obecnie raczej dobre, w tym w Europie) oraz inflacji (raczej nieznacznie w górę, jednak inflacja bazowa utrzymuje się poniżej 1%). Zależą one również od polityki Donalda Trupa (zwłaszcza fiskalnej i podatkowej), a także od polityk monetarnych (raczej dostosowawcze). Podsumowując, niezajmowanie długich pozycji wydaje się uzasadnione. Nie stawiamy na zdecydowany wzrost stóp długoterminowych w strefie euro, ale nie należy się też spodziewać znaczących spadków.
- Utrzymujemy przeważenie na akcjach w stosunku do obligacji skarbowych, zwłaszcza ze względu na to, że stopa równowagi w Europie jest obecnie niższa niż gdzie indziej...
- Utrzymujemy też przeważenie na obligacjach przedsiębiorstw (w stosunku do obligacji skarbowych).
- Podejmowanie ryzyka związanego z krajami z peryferii strefy euro oraz krajami połowicznie należącymi do jej rdzenia (zwłaszcza Francją i Holandią) w obecnym otoczeniu może być kontynuowane.
- Spodziewamy się powrotu lepszych poziomów na rynku obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych. Fed nadal podwyższa stopy, a poziom rentowności obligacji znajduje się przy dolnym krańcu „zakresu”. Warto zwrócić szczególną uwagę na amerykańskie obligacje skarbowe ze względu na możliwość zyskowych transakcji carry trade, jednak korzystna jest też ich naturalna charakterystyka jako

“

Rynki oczekują globalnej reflacji: to od niej zależy utrzymanie (nadmiernie wysokiej) wyceny akcji z USA i kierunek polityki monetarnej”

“

Trumpflacja i Fed... kluczowe połączenie”

maj 2017

instrumentu hedgingu makroekonomicznego w przypadku trudności na rynkach wschodzących lub w Europie. Obecnie kwestia ta jest mniej interesująca.

- Stopniowo powróciliśmy na rynki wschodzące i kontynuujemy to nastawienie, ponieważ w średnim terminie pozostają one pod wieloma względami atrakcyjne. Atrakcyjne wyceny, często niedowartościowane waluty, znaczące niedoważenie w portfelach, potencjalnie wysokie przepływy kapitału... wszystko to uzasadnia utrzymanie pozytywnego nastawienia.
- Nadal utrzymujemy bardzo ostrożne podejście do GBP. Jak już kilkakrotnie powtarzaliśmy, Brexit jest ryzykiem asymetrycznym, a najbardziej naturalnym i najprostszym urzeczywistnieniem takiego (realnego bądź domniemanego) ryzyka będzie kurs szterlinga. Wydaje nam się, że słabość popytu już się ujawniła.
- Waluty takie jak korona szwedzka i norweska pozostają interesujące: naszym zdaniem na obecnym etapie wyglądają na znacząco niedowartościowane, a polityki monetarne są w ich przypadku bardzo (a nawet nadmiernie) dostosowawcze.
- Strategie hedgingu makroekonomicznego zostają ograniczone. Globalny kontekst geopolityczny, napięcia dyplomatyczne między Stanami Zjednoczonymi a niektórymi znaczącymi krajami (przed wszystkim Chinami) oraz kontekst polityczny w Europie uzasadniają zastosowanie pewnych środków ochronnych (obligacje skarbowe Stanów Zjednoczonych, zmienność, opcje sprzedaży na rynkach akcji, gotówka w USD oraz obligacje indeksowane inflacją). Należy jednak zredukować pozycje zabezpieczające przed europejskimi źródłami ryzyka, tj. długie pozycje na zmienności, USD, jenie oraz amerykańskich obligacjach skarbowych.



Nadal utrzymujemy bardzo ostrożne podejście do GBP



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 • Rozgrywać czynnik wartości w Europie • 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"> • Nieznaczące 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 • Długa na europejskim sektorze finansowym (spółki z wysoką betą w Europie, spółki z niską betą w USA) • Zapadalność: globalnie neutralna do krótkiej, z przeważeniem krótkiej w przypadku segmentów oprocentowanych ujemnie • 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) - komponent długu w walutach lokalnych niedoważony, ale rośnie • Pozycja długa na USD w stosunku do EUR i JPY • Kilka długich pozycji na eksportujących surowce rynkach 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) • Coraz więcej 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 • Obligacje przedsiębiorstw: pozytywne podejście zarówno do wysokodochodowych, jak i do inwestycyjnych • Nieznaczenie pozytywne podejście do USD

Alokacja aktywów

Temat miesiąca

Francuskie wybory prezydenckie: perspektywy i stawki

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

Druga tura wyborów odbędzie się w niedzielę, 7 maja. Gdy piszemy te słowa, sondaże przewidują zwycięstwo Emmanuela Macrona (przewodniczącego ruchu „En Marche!”) w pojedynku z Marine Le Pen (przewodniczącą Frontu Narodowego). Przewaga Macrona maleje jednak w miarę zbliżania się dnia wyborów, podobnie jak zmienność wyników sondaży dotyczących transferu głosów. Wyborcy — zwłaszcza zwolennicy partii lewicowych (socjalistycznej partii Benoît Hamona oraz partii J.-L. Mélenchona) — stopniowo ograniczyli swoje poparcie dla Emmanuela Macrona, byłego ministra F. Hollande’a. W przeszłości partie prawicowe i lewicowe godziły się na współpracę w celu eliminacji skrajnej prawicy z drugich tur wszelkich wyborów krajowych, regionalnych, lokalnych czy gminnych. Porozumienie to, zwane „Front républicain”, zostało zmienione, gdy Nicolas Dupont-Aignan został kandydatem Frontu Narodowego. N. Dupont-Aignan był kandydatem startującym w pierwszej turze (zdobył 4,7% głosów), a w przypadku zwycięstwa Marine Le Pen zostałby premierem.

I. Co mówią sondaże?

W przeprowadzonym pierwszym dniu po pierwszej turze wyborów sondażu instytutu Elabe Institute dla BFM TV i L'Express zapytano Francuzów o ich preferencje wyborcze w drugiej turze.

Okazało się, że Emmanuel Macron pokonałby Marine Le Pen stosunkiem głosów 60% do 40% (niemal 70% respondentów było dość pewnych, na kogo zagłosuje). Byłemu ministrowi gospodarki bardzo sprzyjają dwie grupy wiekowe: 18–24 lat (64% za Macronem, 21% za Le Pen, 15% niegłosujących lub oddających nieważny głos) oraz powyżej 65 lat (odpowiednio 59%, 19% i 22%). W grupie 35–49 lat Le Pen i Macron przekonali do siebie tyle samo wyborców (43%).

Transfery głosów również wiele ujawniają

Według sondażu, przeprowadzonego nazajutrz po pierwszej turze, 49% wyborców Francois Fillona zagłosowałoby za Macronem, a 28% za Le Pen, podczas gdy 23% nie zagłosowałoby na żadnego z kandydatów. 53% popierających Jean-Luca Mélenchona opowiedziało się za Macronem, 16% za Le Pen, a 31% nie zagłosowałoby. 17% respondentów nie wybrało w sondażu żadnego z kandydatów.

Kampania będzie mieć decydujące znaczenie dla transferu głosów

Tydzień później, jak wynika z sondażu przeprowadzonego dla gazety Les Echos, zmienność elektoratu stała się wyraźnie widoczna — zwłaszcza lewicowego. Odsetek głosujących na Francois Fillona, którzy zagłosowaliby na Macrona, pozostał stabilny (44% w poniedziałek i 43% w niedzielę, 30 kwietnia). Odsetek osób, które nie chciały głosować, wzrósł o 10 punktów procentowych na szkodę Marine Le Pen, która zatrzymałaby tylko 32% tego elektoratu (w porównaniu z 38% tydzień wcześniej). Macron stracił sporo głosów wśród elektoratu Jean-Luca Mélenchona — ich odsetek spadł z 55% do 40% w ciągu ośmiu dni. 45% (w porównaniu z 23% wcześniej) spośród nich zdecydowało się nie głosować. Odsetek osób, które zdecydowały się zagłosować na Marine Le Pen, zmalał z 22% do 15%. Podobnie wyglądała sytuacja w przypadku elektoratu Benoît Hamona: Emmanuel Macron traci 15 punktów procentowych (z 83 do 68%), a liczba tych, którzy na niego nie zagłosują, wzrasta o 15 punktów procentowych (z 14 do 29%).

Oslabienie Macrona jest widoczne w sondażach, ale to nie zagraża jego wyborowi w drugiej turze.

Według sondaży jedynym elektoratem, w przypadku którego Marine Le Pen zyskuje więcej głosów niż Macron, są głosujący na Nicolasa Dupont-Aignana: 37% chce

Podsumowanie

Druga tura francuskich wyborów odbędzie się w niedzielę, 7 maja. Bez jednoznacznego przesądzania wyniku trzeba przyznać, że wszystkie sondaże wskazują Emmanuela Macrona jako zwycięzcę.

Celem tego artykułu jest przedstawienie obecnej sytuacji w zakresie sondaży i priorytetów Francuzów oraz przypomnienie programu dwojga kandydatów, a także istotnych kwestii: uzyskania większości parlamentarnej w przypadku Emmanuela Macrona oraz uzyskania większości parlamentarnej i wyjaśnienia stanowiska wobec Unii Europejskiej w przypadku Marine Le Pen. Nasze wnioski są jasne: Emmanuel Macron powinien zostać wybrany na stanowisko prezydenta Republiki Francuskiej, a ponadto powinien być w stanie zgromadzić większość parlamentarną. Innymi słowy, Francja jako źródło ryzyka lokalnego przestaje mieć znaczenie.



E. Macron prowadzi w sondażach ”



Macron pokonałby Le Pen 60% do 40% ”



E. Macron utracił wielu wyborców z elektoratu Jean-Luca Mélenchona i Benoît Hamona ”

maj 2017

obecnie głosować na Marine Le Pen, a 32% na Emmanuela Macrona. To wydaje się **niewystarczające, by nadrobić milion brakujących głosów po pierwszej turze**. Co więcej, zgromadzenie większej liczby głosów z elektoratu J.L. Mélenchona oznaczałoby utratę części wyborców F. Fillona (i vice versa), ponieważ te dwa obozy zaczęły się zwalczają. Prawdopodobnie to właśnie dlatego **75% Francuzów uważa, że Emmanuel Macron zwycięży w drugiej turze wyborów** (w porównaniu z 21% wierzących w zwycięstwo Marine Le Pen), a **56% spośród nich życzy sobie jego zwycięstwa** (35% w przypadku Marine Le Pen).

Również analiza walorów obydwójga kandydatów nie pozostawia wątpliwości: Francuzi preferują Emmanuela Macrona

68% respondentów uważa, że Emmanuel Macron posiada największą zdolność do uzyskania poparcia większości parlamentarnej (23% w przypadku Le Pen) 59 respondentów uważa, że Emmanuel Macron posiada cechy niezbędne do bycia prezydentem, w porównaniu z 32% w przypadku Marine Le Pen. 58% respondentów jest przekonanych, że Emmanuel Macron ma najlepszy projekt i jest najuczciwszy (33% w przypadku Le Pen). Podobnie wygląda wynik w przypadku bliskości francuskim ideałom i wartościom: 56% w przypadku Macrona i 35% w przypadku Le Pen. Emmanuel Macron jest również uznawany za kandydata, który najlepiej rozumie wyborców (51% w stosunku do 39% w przypadku Marine Le Pen, 10% niezdecydowanych). Jeśli chodzi o pragnienie wprowadzenia rzeczywistych zmian, Marine Le Pen wygrywa: 47% w stosunku do 45% w przypadku Macrona.

II. Jakie najważniejsze wyzwania stoją przed Francją... zdaniem Francuzów?

Sondaże przeprowadzone wśród Francuzów ujawniły ich obawy i priorytety. Zatrudnienie, bezpieczeństwo socjalne oraz moc nabywczą są ich trzema najważniejszymi priorytetami. Nie ma w tym nic dziwnego, biorąc pod uwagę stopę bezrobocia, przywiązanie do modelu socjalnego oraz dotychczasową utratę siły nabywczą wynagrodzeń (choć trzeba pamiętać, że chodzi tu raczej o pamięć o dobrych czasach niż problemy przeżywane obecnie przez kraje naprawdę dotknięte programami oszczędnościowymi).

Najważniejsze kwestie		
1	Zatrudnienie	50%
2	Bezpieczeństwo socjalne (zdrowie, emerytury...)	48%
3	Moc nabywczą	45%
4	Imigracja	40%
5	Bezpieczeństwo	39%
6	Edukacja	34%
7	Nierówności społeczne	30%
8	Opodatkowanie	30%
9	Dług i deficyty	25%
10	Środowisko	24%
11	Korupcja	23%
12	Europa	23%
13	Rola Francji w świecie	20%
14	Mieszkalnictwo	14%
15	Globalizacja	11%
-	Żadne z powyższych	4%
-	Nie wiem	1%

W sondażach uwzględniono też nieco bardziej szczegółowe kategorie. Sondażownia wprowadziła rozróżnienie na wyborców dwojga kandydatów w wyborach prezydenckich, dzięki czemu stało się jasne, że mają oni odmienne priorytety: (1) zatrudnienie, (2) bezpieczeństwo socjalne, (3) moc nabywczą, (4) edukacja oraz (5) nierówności społeczne w przypadku Emmanuela Macrona, co bardziej odpowiada obawom ogółu Francuzów, oraz (1) imigracja, (2) walka z terroryzmem, (3) bezpieczeństwo, (4) moc nabywczą i (5) zatrudnienie w przypadku elektoratu Marine Le Pen.



75% Francuzów uważa, że Emmanuel Macron wygra drugą turę wyborów



68% Francuzów uważa, że Emmanuel Macron posiada największą zdolność do uzyskania poparcia większości parlamentarnej (23% w przypadku Le Pen)



Zatrudnienie, bezpieczeństwo socjalne i moc nabywczą to trzy priorytety Francuzów



maj 2017

Stawka w drugiej turze wyborów: jakie są największe problemy wyborców?

Kolejność	Macron	Kolejność	Le Pen
1	Zatrudnienie 53%	1	Imigracja 77%
2	Bezpieczeństwo socjalne 50%	2	Walka z terroryzmem 62%
3	Moc nabywczą 46%	3	Bezpieczeństwo 57%
4	Edukacja 43%	4	Moc nabywczą 45%
5	Nierówności społeczne 34%	5	Zatrudnienie 45%
6	Europa 34%	6	Bezpieczeństwo socjalne 43%

III. Czy nowy prezydent będzie w stanie rządzić Francją?

Gdy tylko Francuzi wybiorą nowego prezydenta, pojawi się kwestia jego **zdolności do rządzenia**. Na horyzoncie mamy kolejny ważny krok: wybory parlamentarne. Aby sformować rząd, prezydent musi dysponować większością w Zgromadzeniu Narodowym liczącym 577 deputowanych. Większość (289 deputowanych) pozwala na wprowadzenie nowych praw i reform. W przypadku braku większości wymagana będzie koalicja. Czego powinniśmy oczekiwać w przypadku obydwójga kandydatów?

Emmanuel Macron: w kierunku większości parlamentarnej lub koalicji

Emmanuel Macron prowadzi w sondażach i powinien zostać wybrany najwyższy urząd, o ile wyborcy nie sprawią niespodzianki. Jego program („zarówno lewica, jak i prawica”, a nie „ani lewica, ani prawica”) z założenia ma łączyć zwolenników wszystkich partii poza skrajną prawicą. Na kilka dni przed wyborami część wyborców okazuje mu jednak nieufność, a coraz więcej z nich deklaruje, że podjęcie decyzji będzie bardzo trudne. Według sondażu instytutu OpinionWay-SLPV Analytics przeprowadzonego dla gazety Les Echos ruch **Emmanuela Macrona okazały się zdecydowanym zwycięzcą wyborów, zdobywając od 249 do 286 mandatów spośród 535 objętych sondażem** (53% miejsc). Republikańska prawica zdobyłaby od 200 do 210 mandatów, a Front Narodowy Marine Le Pen mógłby liczyć na jedynie 15 do 25 mandatów (w rezultacie transferu głosów oraz „siły przekonywania” frontu republikańskiego). Socjalistyczna lewica (od 28 do 43 mandatów) oraz radykalna lewica Jean-Luca Mélenchona (od 6 do 8 mandatów) byłby kolejnymi wielkimi przegranymi tych wyborów.

Według tego sondażu Front Narodowy i partia En Marche! zmierzyłyby się w od 90 do 116 pojedynkach, w 180 pojedynkach wzięłyby udział partia En Marche! oraz partia prawicowa, w 46 partia lewicowa i En Marche!, w 154 druga z partii prawicowych i Front Narodowy, a w od 6 do 32 pojedynków zmierzyłyby się druga z partii lewicowych i Front Narodowy... zaś w 30 przypadkach pretendentów byłoby trzech. Jeżeli ten scenariusz urzeczywistni się, prawdopodobieństwo tego, że En Marche! uzyska samodzielną większość, będzie znaczące. **Oprócz walki o urząd prezydenta będziemy też obserwować formowanie się koalicji. Utworzony zostanie rząd**, jednak kształt potencjalnej koalicji trzeba analizować dla każdego z przypadków z osobna, co nieuchronnie skomplikuje zadanie prezydentowi oraz jego premierowi.

Le Pen: brak większości parlamentarnej, brak koalicji, brak Frexitu.

Wybór Marie Le Pen, nieprawdopodobny w momencie pisania tych słów, może skutkować trzema przeszkodami:

1. brakiem możliwości uzyskania większości w Zgromadzeniu Narodowym;
2. brakiem możliwości stworzenia rządu koalicyjnego z większością w Zgromadzeniu;
3. problemami z wyjaśnieniem programu partii w zakresie euro.

System wyborczy oraz nastawienie pozostałych partii do Frontu Narodowego nie będą sprzyjać Marie Le Pen. **Zarówno uzyskanie większości, jak i sformowanie koalicyjnej większości wydają się wysoce nieprawdopodobne**. Musimy spodziewać się politycznych impasów, braku możliwości sprawowania rządów oraz, niewątpliwie, rozwiązania Zgromadzenia Narodowego.

Możliwe rozwiązanie Zgromadzenia Narodowego również nie zagwarantowałoby Marie Le Pen uzyskania większości parlamentarnych w kolejnych wyborach. Zaistniałoby więcej szans na blokadę zmian politycznych i reform niż na zaangażowanie się Francji w proces Frexitu. Z tym wiąże się trzecia przeszkoda dla Marie Le Pen. **Kluczowe znaczenie będzie mieć również stanowisko partii w sprawie UE oraz europejskiej unii walutowej**. Przed wyborami wypowiedzi Le Pen świadczyły o zmienności jej postawy: choć początkowo była bardzo wroga

“ Zatrudnienie i bezpieczeństwo socjalne (Macron) kontra imigracja oraz walka z terroryzmem (Le Pen) ”

“ Zwycięstwo Macrona = większość bezwzględna lub rząd koalicyjny ”

“ Zwycięstwo Le Pen = ani większość, ani koalicja ”

maj 2017

Europie i euro, ostatecznie stała się bardziej elastyczna (jednocześnie nie wyrzekając się pierwotnych poglądów) — prawdopodobnie w celu uspokojenia francuskich wyborców, którzy są raczej prounijni. Od zakończenia pierwszej tury wyborów temat waluty narodowej, a tym samym — pośrednio — motyw Frexitu powraca. Jedynymi dwoma opcjami, o których mówi Marie Le Pen, jest opuszczenie strefy euro (Frexit) lub wprowadzenie waluty narodowej powiązanej z euro... Należy pamiętać, że kraje należące do europejskiej unii walutowej nie mogą mieć równoległych walut. „Będziemy mieć walutę narodową, tak jak wszystkie pozostałe kraje, a ponadto będziemy mieć wspólną walutę międzynarodową” — stwierdziła ostatnio Le Pen. Artykuł 128 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej jest w tym zakresie jednoznaczny: jedyną instytucją uprawnioną do emisji banknotów euro w Unii jest Europejski Bank Centralny. Jeżeli Francja będzie chciała utrzymać suwerenność monetarną i stały parytet wymiany waluty, musi najpierw opuścić UE oraz europejską unię walutową. Jak odzyskać suwerenność monetarną, fiskalną, polityczną i terytorialną, jednocześnie pozostając w unii walutowej i UE? Projekt Frontu Narodowego jest sprzeczny z wszystkimi założeniami konstrukcji Unii Europejskiej oraz europejskiej unii walutowej. „Wiemy już, że nasi europejscy partnerzy nie zgodzą się, ponieważ jest to równoznaczne odrzuceniu koncepcji powrotu dziecka na łono matki” (Christian Saint-Etienne).

W każdym przypadku wynik takiej decyzji miałby daleko idące konsekwencje:

- znacząca deprecjacja nowej waluty w obiegu;
- utrata mocy nabywczej (wpływa na inflację oraz oczekiwania inflacyjne);
- utrata konkurencyjności przedsiębiorstw (wyższe ceny środków produkcji); utrata miejsc pracy i produkcji;
- odpływ kapitału (nierezydenci posiadają ponad 60% francuskiego długu, co jest europejskim rekordem);
- wyższe rentowności i spready obligacji (+150–200 p.b. w stosunku do Niemiec?).

Jeśli sytuacja okaże się naprawdę kiepska — i tylko wówczas — można będzie stawiać na ustanowienie mechanizmów kontroli kapitału, a w najgorszym przypadku na ograniczenia wypłat gotówki z banków. Realizacja Frexitu jest trudna: trzeba wygrać wybory prezydenckie, a następnie wybory parlamentarne, lub rozwiązać Zgromadzenie Narodowe i wygrać drugie wybory parlamentarne, by wreszcie zwyciężyć w referendum w sprawie Frexitu (należy pamiętać, że Francuzi nadal są prounijni). Nie ma jednak wątpliwości co do tego, że reakcje rynków finansowych na zwycięstwo wyborcze Le Pen byłyby nieuchronne.

Mechanizmy kontroli kapitału: jakie środki?

Możliwe jest wprowadzenie trzech typów środków:

- zamykanie banków (nie powinno trwać długo, ponieważ prowadzi do paraliżu gospodarki);
- ograniczenie wypłat gotówki: możliwość wypłacania gotówki z bankomatów zostałaby ograniczona (przykładem była Grecja, gdzie dziennie można było wypłacić 60 euro na kartę kredytową i na osobę);
- kontrola odpływu kapitału za granicę: przelewy pieniężne między rachunkami francuskimi nadal byłyby możliwe, ale przelewy za granicę podlegałyby kontroli. Na przykład w Grecji były one badane przez Komisję Weryfikacyjną ds. Bankowości przy Ministerstwie Finansów — uwzględniano w szczególności „publiczny i społeczny interes” transakcji, zwłaszcza gdy chodziło o „wydatki zdrowotne”.



Europejski projekt Frontu Narodowego przewiduje „powrót dziecka na łono matki”



maj 2017

IV. Przypomnienie programów dwojga kandydatów

Porównanie dwóch finalistów (źródła: Le Monde, programy kampanii, Amundi)		
	E. MACRON	M. LE PEN
Służba cywilna	Redukcja 120 000 etatów	-
Emerytury	Bez zmian	Podnieść niższe emerytury
Zasiłki dla bezrobotnych	Rozszerzyć je (aby obejmował odejścia z pracy pod pewnymi warunkami)	-
Wiek emerytalny	Utrzymać obecny wiek (62)	Przywrócić wiek 60 lat
Minimalne zasiłki socjalne	Stworzenie jednolitego „zasiłku uniwersalnego”	Utrzymać aktualne francuskie minimalne zasiłki socjalne
Program Bezpieczeństwa Socjalnego dla Samozatrudnionych (RSI)	Do eliminacji	Do reformy
Wynagrodzenie minimalne (SMIC)	Bez zmian	Bez zmian
Podatek mieszkaniowy (podobny do gminnego podatku od nieruchomości)	Eliminacja dla 80% gospodarstw domowych	Zamrożenie?
Podatek od spadków i darowizn	Utrzymać stan obecny	Promować przekazywanie majątku
VAT	Utrzymać bieżącą stawkę	Utrzymać bieżącą stawkę
Unikanie opodatkowania	Zwiększyć środki w celu zwalczania unikania opodatkowania	Zwiększyć środki w celu zwalczania unikania opodatkowania
Podatek od osób prawnych	Zmniejszyć	Zmniejszyć
Podatek dochodowy	Zindywidualizować	Zmniejszyć
Ulgi podatkowe dla firm za konkurencyjność i tworzenie miejsc pracy	Przekształcić w redukcję podatku oraz składek na ubezpieczenie społeczne	Przekształcić w redukcję podatku oraz składek na ubezpieczenie społeczne
Solidarnościowy podatek majątkowy (ISF)	Zwolnić inwestycje w gospodarke	Utrzymać stan obecny
Produkcja krajowa	-	Wspierać
Składki na ubezpieczenia społeczne	Zmniejszyć dla firm i pracowników	Zmniejszyć dla MSP i mikrofirm
Zamówienia publiczne	Wspierać kraje europejskie w Europie	Wspierać firmy francuskie
Uberyzacja pracy	Dostosować prawa samozatrudnionych do praw pracowników	Stworzyć ramy zarządzania
Zwolnienia	Utrzymać wypłaty Trybunału Pracowniczego	-
Mieszkania socjalne	Budować więcej	Priorytet dla obywateli Francji
Wynagrodzenia najwyższej kadry kierowniczej	Publikować informacje o różnicach w stosunku do wynagrodzeń szeregowych pracowników	-
Minimalny tydzień pracy	Poluzować przepisy	Utrzymać 35-godzinny tydzień pracy
Prawo pracy	Utrzymać stan obecny	Znieść
Wspólna Polityka Rolna	Bardziej protekcyjnystyczna i ekologiczna	Powrót do krajowej polityki rolnej
Wydatki publiczne	Zmniejszyć udział w PKB	Zmniejszyć wydatki na imigrację i Europę
Dług publiczny	Opanować i spłacać	Opanować i spłacać
Jednoczenie rodzin	Utrzymać stan obecny	Wyeliminować
Kwoty imigracyjne	Przeciwko	Za
Prawa do azylu	Skrócić czas odpowiedzi	Zaostrzyć warunki
Kontrola europejskich granic	Wzmocnić	Kontrolować granice kraju

maj 2017

Porównanie dwóch finalistów (źródła: Le Monde, programy kampanii, Amundi)		
	E. MACRON	M. LE PEN
Jednoczenie rodzin	Utrzymać stan obecny	Zaostrzyć warunki
Obywatelstwo od urodzenia	Utrzymać stan obecny	Znieść
Układ z Schengen	Utrzymać	Znieść
Zwrot kosztów opieki zdrowotnej	Poprawa dzięki wzajemnym ubezpieczeniom zdrowotnym	Poprawa dzięki wzajemnym ubezpieczeniom zdrowotnym
Zasiłki rodzinne	-	Przywrócić uniwersalność zasiłków rodzinnych
Służba cywilna	Przywrócenie obowiązkowej służby cywilnej	Przywrócenie obowiązkowej służby cywilnej
Pozbawianie obywatelstwa	Przeciw	Za
Więzienia	Utworzyć od 10 do 20 tysięcy miejsc w więzieniach	Utworzyć 40 tysięcy miejsc w więzieniach
Liczebność policji	Zwiększyć	Zwiększyć
Pozycja Francji w NATO	Sprzeciwiać się nowym członkom NATO	Opuścić dowództwo zintegrowane
Budżet obronny	Zwiększyć do 2% PKB	Zwiększyć do 2% PKB
Broń jądrowa	Zmniejszyć arsenał nuklearny	Modernizować i rozwijać arsenał nuklearny
Traktaty TAFTA i CETA	Za	Przeciw
Harmonizacja podatków i kwestii socjalnych w Europie	Za	-
Przestrzeganie Paktu Stabilności	Utrzymać zasadę 3%	Przywrócić suwerenność budżetową
Euro	Utworzenie nadzoru finansowego strefy euro	Powrót do franka
Unia Europejska	Wzmocnić istniejącą Unię	Propozycja referendum w sprawie opuszczenia
Nadzór Unii Gospodarczej i Walutowej	Utworzyć stanowisko Europejskiego Ministra Gospodarki i Finansów	Powrót do suwerenności narodowej (monetarnej, budżetowej i fiskalnej)
Prawo głosu cudzoziemców w wyborach lokalnych	Przeciw	Przeciw
Liczba parlamentarzystów	Zmniejszyć	Zmniejszyć
System wyborczy w wyborach parlamentarnych	Wprowadzić zasadę proporcjonalności	Przejsć na system proporcjonalno-integralny
Długość kadencji prezydenta	Utrzymać kadencję pięcioletnią	Przejsć na kadencję 7-letnią bez możliwości odnowienia

Podsumowanie

Kilka istotnych komunikatów na zakończenie:

- Według sondaży i po uwzględnieniu transferu głosów Emmanuel Macron prawdopodobnie zostanie następnym prezydentem Republiki Francuskiej.
- Pierwsze sondaże pokazują, że Emmanuel Macron mógłby uzyskać od 249 do 286 miejsc w parlamencie spośród 535 objętych sondażem, czyli 53,5% miejsc w najlepszym przypadku (miejsc jest łącznie 577, a większość bezwzględna wynosi 289).
- Z Emmanuelem Macronem jako prezydentem Francja zbliża się do rządów większości parlamentarnej lub, w najgorszym przypadku, koalicji rządowej, której sformowanie nie powinno być trudne.
- Jeżeli sondaże są tak wiarygodne, jak w przypadku pierwszej tury, niepewność mamy już w znacznym stopniu za sobą i możemy obecnie traktować Francję i francuskie rynki jako obciążone znacznie niższą premią za ryzyko i powracające do korzeni. Sytuacja gospodarcza poprawia się.
- Aktywa ryzykowne ponownie przyciągnęły uwagę inwestorów zarówno we Francji, jak i w całej strefie euro: ryzyko lokalne związane z Francją i Europą wkrótce całkowicie zniknie (koniec obaw o Frexit).
- Europejskie i francuskie aktywa ryzykowne — zarówno akcje (w porównaniu z akcjami ze Stanów Zjednoczonych) i obligacje przedsiębiorstw (w porównaniu z obligacjami skarbowymi) są nadal preferowane w naszej alokacji aktywów.

maj 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	↘						
	Rdzeń euro, krótkoterminowe	→						
	Rdzeń euro, długoterminowe	→						
	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	↘		□		
Bundy – długa	→	□			
USD – długa	→		□		
JPY – długa	→	□			
Zmienność – długa	→		□		
USD gotówka – długa	→		□		
Złoto – długa	↘	□			
TIPS USA – długa	↘	□			
Zakup opcji sprzedaży akcji	↘		□		

Pierwsza tura francuskich wyborów raczej uspokoiła rynki, co skłoniło nas do ograniczenia strategii hedgingu makroekonomicznego związanych z europejskim ryzykiem systemowym. Ryzyko Frexitu lub scenariusza skrajnego zostało wyeliminowane — w rezultacie ograniczyliśmy ekspozycje na mające na celu ochronę portfeli europejskich długie pozycje na USD, JPY, zmienności i amerykańskich obligacjach skarbowych. Tak czy inaczej, utrzymujemy niektóre strategie hedgingu, ponieważ źródła ryzyka nie zostały całkowicie wyeliminowane — chodzi zwłaszcza o rozczarowanie Trumpflacją czy ryzyko związane z cyklem polityki monetarnej w Stanach Zjednoczonych: Pozycja długa na zmienności, długa opcja kupna na akcjach oraz długa pozycja na USD w gotówce nadal wydają się interesującym strategiami.

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**

[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 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 dniami 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”?**

[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 przejęcia 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 protekcyjizmu, 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 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 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. Nie zmienił swoich prognoz dotyczących wzrostu gospodarczego, inflacji czy polityki stóp procentowych od czasu 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 podwyższenia 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.

maj 2017

Czynniki ryzyka

[ŹRÓDŁO RYZYKA NR 4] „Twarde lądowanie” dla Chin / pęknięcie bańki kredytowej

[PRAWDOPODOBIENIŃSTWO] 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 (od 3 do 5% obecnie w stosunku do 10% przed 15 laty). 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 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.

WPŁYW 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

[PRAWDOPODOBIENIŃSTWO] 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 „rozwiętych” 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.

WPŁYW 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

[PRAWDOPODOBIENIŃSTWO] 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 przyszlą 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 renowacja traktatów handlowych mogłyby doprowadzić gospodarkę na próg recesji. Jest jednak mało prawdopodobne, by program ten został przyjęty w obecnej postaci.

WPŁYW 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 przełożyłby się na wzrost zmienności i napięcie. Należy oczekiwać, że w przyszłości budżety nadal będą istotnie niezrównoważone.

[ŹRÓDŁO RYZYKA NR 7] Gwałtowna dewaluacja juana

[PRAWDOPODOBIENIŃSTWO] 10%

ANALIZA Dotychczas Chiny wykorzystywały politykę monetarną, budżetową, fiskalną i przychodową jako narzędzia stymulacyjne, jednocześnie ostrożnie powstrzymując się od posługiwania się polityką kursów wymiany. Co więcej, obiecały grupie G20, że nie będą tego robić, a juan wchodzi obecnie (od 1 października) w skład SDR. W 2016 r. Chiny skorygowały swój system wymiany walutowej i realizują plan stopniowej dewaluacji juana. Wdrożenie polityki protekcjonistycznej w Stanach Zjednoczonych miałoby 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, ale ostatnia sytuacja zmusiła chińskie władze do zaostrzenia mechanizmów kontroli kapitału w styczniu, 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

maj 2017

Czynniki ryzyka

(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 RYZYKA 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 (gdą 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 (cięcía 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

[PRAWDOPODOBIENSTWO] 70%

ANALIZA „Brexito to Brexito, a my przekujemy go w sukces”. Takie stanowisko przedstawiła Theresa May w momencie objęcia funkcji premiera. „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 pożądanej niezależności bez ograniczeń narzucanych przez UE. Wydaje się to nieprawdopodobne, a w każdym razie to właśnie jest stawką 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.

WPLYW NA RYNEK W takim przypadku oczekivalibyśmy 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.

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

[PRAWDOPODOBIENSTWO] 20%

ANALIZA Z perspektywy czysto ekonomicznej Brexit prawdopodobnie nie wpłynie zbyt wiele na UE. Najbardziej ucierpiałaby 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 porażeniem 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 (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.

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.

Czynniki ryzyka

[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 seria wyborów, które mają się odbyć w Europie, nie pozostanie 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 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.

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. Program skupu aktywów EBC powoduje spadek płynności (co jest skutkiem negatywnym), jednak pomaga też w utrzymaniu niskiej zmienności (skutek pozytywny)... pojawia się pytanie, jak szybko rozpocznie się debata w sprawie zakończenia QE.

[ŹRÓDŁO RYZYKA NR 13] **Upadek banków**

[PRAWDOPODOBIENSTWO] **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 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, Turcja, ataki terrorystyczne i napływy 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.

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.

maj 2017

Czynniki ryzyka

[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. odbędą 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 postulatem, aby zadowolić coraz wrażliwszy na rosnące nierówności i obciążenia podatkowe elektorat. Historia pokazuje, że tego rodzaju polityka (zwłaszcza protekcjonizm) zasadniczo prowadzi do etapów słabego lub zerowego wzrostu gospodarczego i wyższej inflacji. Takie fazy stagnacji ekonomicznej i wysokich deficytów publicznych nieuchronnie prowadzą do okresów recesji oraz niestabilności politycznej i finansowej. Europa musi również liczyć się z perspektywą referendum w krajach takich jak Francja i Włochy. Nie stawiamy na przejście 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 perspektywę wzrostu gospodarczego lub na rynki finansowe? Odpowiedź na to pytanie jest twierdząca. Realizowany przez EBC program QE nie będzie w stanie zapobiec utrzymaniu się premii za ryzyko od niektórych europejskich obligacji, takich jak papiery francuskie czy włoskie.

[ŹRÓDŁO RYZYKA NR 16] Francuskie wybory ożywiają obawy związane ze strefą euro [PRAWDOPODOBIENSTWO] 65%

ANALIZA Na horyzoncie mamy trzy kluczowe bitwy wyborcze: drugą rundę francuskich wyborów prezydenckich (7 maja 2017) oraz francuskie wybory 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. Zamiast tego sądzimy, że możliwe jest wzmocnienie osi francusko-niemieckiej.

Nowo wybrany prezydent (będący liderem sondaży E. Macron) tak czy inaczej będzie 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. Zagrożenie polega na tym, że Francja mogłaby skończyć z prezydentem bez stabilnej większości.

WPŁYW NA RYNEK Francuskie wybory stanowią poważne źródło ryzyka dla rynków finansowych, ponieważ symbolizują obecne trendy: wzrost znaczenia partii skrajnie prawicowych w krajach stanowiących rdzeń europejskiej unii walutowej, rosnące odrzucenie establishmentu, pokusy protekcjonizmu, wrogość wobec UE i jej instytucji... Tak czy inaczej, naszym zdaniem uzasadnione byłoby oczekiwanie pogorszenia się premii za ryzyko (spready w stosunku do Niemiec, zmienność, CDS-y...) — pozostanie ona wysoka do ogłoszenia wyniku wyborów. 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 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 zacieśnienia polityk stóp procentowych, (iii) faktycznego zakończenia programów luzowania ilościowego (poprzez zaniechanie wykupu zapadających obligacji), (iv) powrotu inflacji oraz/lub (v) poważnej zmiany kierunku polityk fiskalnych i podatkowych. W Stanach Zjednoczonych znaczenie wszystkich tych czynników (może z wyjątkiem trzeciego) wzrosło. Właśnie dlatego prowadzona obecnie w Stanach Zjednoczonych i Europie debata dotycząca polityk fiskalnych i podatkowych ma kluczowe znaczenie dla stóp procentowych. Jeśli chodzi o Stany Zjednoczone, oczekujemy przedłużenia obecnego etapu wzrostu gospodarczego (który od kilku kwartałów traci na dynamice), jednak nie rozpoczęcia nowego cyklu koniunkturalnego. 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 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. Premie za ryzyko wzrosły 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 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>Rozczarujący wzrost gospodarczy w I kwartale, niepewność dotycząca polityki fiskalnej utrzymuje się.</p> <ul style="list-style-type: none"> > Wzrost gospodarczy w I kwartale okazał się rozczarujący (+0,7%), jednak nie był dość zły, by poddać w wątpliwość kondycję ożywienia. Wskaźniki klimatu biznesowego pozostają solidne. Mimo niższej od oczekiwań liczby nowych miejsc pracy w marcu sytuacja na rynku pracy nadal się poprawia i sprzyja stopniowemu wzrostowi wynagrodzeń. > Donald Trump powtórzył swoją obietnicę wdrożenia znaczącej reformy podatkowej. Motyw protekcjonizmu (który był jednym z planowanych sposobów na sfinansowanie cięć podatkowych) napotkał jednak poważny opór, a Trump musiał zrezygnować z części swoich planów. W rezultacie negocjacje budżetowe z Kongresem, który zasadniczo jest przeciwny jakiegokolwiek zwiększaniu deficytu budżetowego, prawdopodobnie będą bardzo trudne. > Prawdopodobne jest osiągnięcie porozumienia z republikańską większością w Kongresie w sprawie umiarkowanych cięć podatkowych, które będą mieć stymulujący wpływ na gospodarkę w 2018 r. Wygląda jednak na to, że kompletna reforma podatkowa zostanie odroczone do roku 2018, a nawet na późniejszy termin. 	<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. > Złagodzenie polityki fiskalnej, a w szczególności bardzo ograniczona reforma emerytalna.
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. Złożone problemy towarzyszące Brexitowi prawdopodobnie wywrą ograniczony wpływ na gospodarkę strefy euro. 	<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"> > Zaplanowane na 8 czerwca przedterminowe wybory powinny umożliwić brytyjskiej premier umocnienie pozycji w celu bardziej sprawnego negocjowania warunków Brexitu. Kompletny brak widoczności przyszłych relacji z UE oraz nadchodzące trudne negocjacje ostatecznie niekorzystnie wpłyną jednak na gospodarkę, ale 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 umiarkowane 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"> > Sądzymy, 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. Sądzymy, 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 osiąga 20-letnie minimum, wynagrodzenia pracowników (niepełnoetatowych) rosną, a zyski się poprawiają. Będzie to miało istotne znaczenie dla polityki fiskalnej oraz cięć podatku od osób prawnych stanowiąc istotne czynniki wspierające. 	<ul style="list-style-type: none"> > Ekspozycja na Chiny. > Polityka ujemnych stóp procentowych.

maj 2017

Prognozy makroekonomiczne i finansowe

PROGNOZA MAKROEKONOMICZNA

- Stany Zjednoczone:** mimo pewnych rozczarujących danych z początku bieżącego roku ożywienie pozostaje solidne, sytuacja na rynku pracy nadal się poprawia, a inflacja bazowa pozostaje poniżej celu Fedu. Biały Dom ogłosił, że preliminarz budżetowy zostanie przedstawiony Kongresowi na początku maja. Z perspektywy makroekonomicznej założenia przewidują pozytywny rozwój sytuacji (wzrost gospodarczy, inflacja), a motywy protekcyjności zostały wycofane. Nadal powinniśmy być jednak przygotowani na pewne rozczarowania, ponieważ Donald Trump będzie miał trudności z dotrzymaniem większości swoich obietnic dotyczących reformy podatkowej.
- 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	1,0	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	-0,5	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	1,7	1,8	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	3,3	2,6	3,0	2,7

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 konkretnych zmian, zanim nie dojdzie do przyspieszenia inflacji bazowej. Kolejne komunikaty będą stopniowo coraz mniej gołębie.
- 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.

	2017-05-03	Amundi +6 m.	Konsensus III kw. 2017	Amundi 12m.	Konsensus I kw. 2018
USA	1,00	1,25	1,40	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	0,30

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 rynków 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. 10-letnich				
	2017-05-03	Amundi +6 m.	Forward +6m	Amundi 12m.	Forward +12m
USA	1,28	1,40/1,60	1,50	1,60/1,80	1,68
Niemcy	-0,72	-0,80/-0,60	-0,66	-0,80/-0,60	-0,61
Japonia	-0,20	-0,20/-0,00	-0,20	-0,20/-0,00	-0,17
Wlk. Brytania	0,08	0,00/0,20	0,13	0,00/0,20	0,23

	Rentowności obligacji 10-letnich				
	2017-05-03	Amundi +6 m.	Forward +6 m.	Amundi 12m.	Forward 12m.
USA	2,29	2,40/2,60	2,44	2,40/2,60	2,55
Niemcy	0,33	0,40/0,60	0,46	0,60/0,80	0,57
Japonia	0,02	0	0,08	0	0,14
Wlk. Brytania	1,09	1,00/1,20	1,19	1,00/1,20	1,31

PROGNOZA DLA WALUT

- EUR:** wraz ze wzrostem niemieckich rentowności długoterminowych oraz stopniowym wycofywaniem się EBC z ultradostosowawczej polityki monetarnej euro powinno do końca roku zyskiwać.
- USD:** ewolucja kursów dolara amerykańskiego zależy obecnie głównie do różnicy stóp procentowych. Władze Stanów Zjednoczonych (Fed, nowa administracja) nie zaakceptowałyby znaczącej aprecjacji dolara.
- 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.

	2017-05-03	Amundi +6 m.	Konsensus I kw. 2017	Amundi 12m.	Konsensus III kw. 2017
EUR/USD	1,09	1,10	1,07	1,15	1,08
USD/JPY	112	115,00	114,00	115,00	115,00
EUR/GBP	0,84	0,90	0,86	0,90	0,86
EUR/CHF	1,08	1,05	1,08	1,00	1,08
EUR/NOK	9,39	8,70	8,99	8,50	8,89
EUR/SEK	9,63	9,20	9,41	9,00	9,19
USD/CAD	1,37	1,40	1,35	1,40	1,35
AUD/USD	0,75	0,75	0,74	0,75	0,74
NZD/USD	0,69	0,70	0,69	0,70	0,68