

## Alokacja aktywów: strategie inwestycyjne Amundi

### Obawy o światowy wzrost gospodarczy — i Chin — wraz z napięciami geopolitycznymi złożą się na trudny początek roku na rynkach finansowych

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

Nowy rok rozpoczął się od ostrych spadków na rynkach akcji, deprecjacji juana oraz kolejnego zamknięcia chińskiego rynku — powtórki z sierpnia ubiegłego roku. Powróciły stare obawy: załamanie wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych i na świecie w ogóle, twarde lądowanie chińskiej gospodarki, nieodpowiednie zacieśnianie polityki monetarnej przez Fed oraz złożona sytuacja geopolityczna: co się stanie z relacjami między Iranem i Arabią Saudyjską? W jaki sposób radzić sobie z zagrożeniami terrorystycznymi? Co z przyszłością relacji między Wielką Brytanią a Unią Europejską w przypadku Brexit? Lista jest długa!

U progu nowego roku warto przypomnieć bieżące istotne trendy. 2015 był rokiem pełnym załamań ekonomicznych i wzrostu dekorelacji między rynkami wschodzącymi i krajami rozwiniętymi, a także między Stanami Zjednoczonymi i strefą euro (w zakresie polityki monetarnej). Rok 2015 charakteryzował się wzrostem zmienności, gwałtownymi wahaniami kursów wymiany oraz kontynuacją spadków cen surowców... jak również wzrostowym trendem spreadów instrumentów dłużnych. Trzeba przyznać, że stopy procentowe pozostały na niskim poziomie, podobnie jak spready krajów z peryferii strefy euro, jednak sytuacja obligacji przedsiębiorstw, które ucierpiały w rezultacie wzrostu spreadów i spadku płynności, jest bardziej skomplikowana.

Ogólnie rzecz biorąc, wszystkie główne zidentyfikowane czynniki ryzyka zmaterializowały się w 2015 r., co niewątpliwie wpłynęło na decydujący charakter tego roku — były to europejski kryzys, kryzys na rynkach wschodzących, obawy o światowy wzrost gospodarczy, obawy związane z „twardym lądowaniem” w Chinach, powrót zmienności, lokalne źródła ryzyka (Rosja, Brazylia itp.), dalszy spadek cen surowców, ostre korekty kursów walutowych, a także obawy przed wojną walutową, ryzyko geopolityczne itp. Krótko mówiąc, mieliśmy do czynienia z rozbieżnościami, niedocenianymi klasami aktywów... i okazjami do zarobku.

**Spowolnienie światowego wzrostu** pozostaje źródłem obaw. Według dostępnych danych tempo światowego wzrostu PKB przez cały rok 2015 utrzymywało się na poziomie przekraczającym 3% — był to piąty taki rok z kolei, jednak trzeba powtórzyć, że w wielu regionach pojawiają się oznaki rzeczywistego załamania. Właśnie to dzieje się w Chinach — ostatnie zmiany to z pewnością nic nowego, a pod wieloma względami były nieuchronne. Wiąże się one przede wszystkim z ewolucją modelu gospodarczego oraz charakterystyką demograficzną kraju. Kwestia dalszych losów **juana** (który w październiku 2016 zostanie uwzględniony w koszyku walutowym wykorzystywanym do tworzenia specjalnych praw ciągnięcia SDR), w lecie stała się przedmiotem powszechnego zainteresowania. Gwałtowna aprecjacja juana od czasu kryzysu finansowego z 2008 roku w kontekście wzrostów dolara i załamania wielu walut rynków wschodzących stała się obciążeniem dla Chin. Dla wielu krajów wschodzących bardzo gwałtownym ciosem było też załamanie gospodarcze. Nadmierne uzależnienie od światowego handlu i surowców (których ceny spadają od kilku lat) jest niezbyt często — lub niezbyt wystarczająco — kompensowane przez siłę krajowego popytu, zaś niektóre duże kraje (takie jak Rosja i Brazylia) znajdują się w recesji (w niektórych przypadkach poważnej). Przewagę utrzymują kraje będące konsumentami netto surowców, jednak i one nie były w stanie uchronić się przed finansową burzą, która dotknęła wszystkie kraje wschodzące.

#### Podsumowanie

Nowy rok rozpoczął się od ostrych spadków na rynkach akcji oraz kolejnego zamknięcia chińskiego rynku — powtórki z sierpnia ubiegłego roku. Powróciły stare obawy. Zauważamy, że główne zidentyfikowane czynniki ryzyka zmaterializowały się w 2015 r., co niewątpliwie wpłynęło na decydujący charakter tego roku (a tym samym stało się podstawą naszej ostrożności u progu roku 2016) — były to europejski kryzys, obawy o światowy wzrost gospodarczy, obawy związane z „twardym lądowaniem” w Chinach, powrót zmienności, lokalne źródła ryzyka (Rosja, Brazylia itp.), dalszy spadek cen surowców, ostre korekty kursów walutowych, a także obawy przed wojną walutową, ryzyko geopolityczne itp. Krótko mówiąc, całość pod wieloma względami przypominała „scenariusz najbardziej pesymistyczny”. W istocie, wszystkie te czynniki doprowadziły do rozbieżności, wystąpienia niedocenianych klas aktywów oraz... okazji do zarobku jednocześnie.

Ubiegły rok stanowił też jednak brutalne (choć z pewnością nie niezbędne) przypomnienie o tym, jak krucha jest obecnie wszelka stabilizacja. Mimo iż rentowności utrzymują się na niskim poziomie — podobnie jak spready krajów z peryferii strefy euro — sytuacja na rynku instrumentów dłużnych stała się bardziej skomplikowana: obligacje przedsiębiorstw ucierpiały w rezultacie wzrostu spreadów i ograniczenia płynności. Hasłami na rok 2016 będą ostrożność, rozbieżność i dekorelacja.



2015: niewątpliwie decydujący rok



Spowolnienie światowego wzrostu pozostaje źródłem obaw.



Co więcej, załamanie gospodarcze pojawia się też w Stanach Zjednoczonych: cykl gospodarczy wyprzedza tam cykl europejski... a Fed przygotowuje się do minicyklu zacieśniania polityki monetarnej, co wpływa na prognozy wzrostu gospodarczego. Należy zauważyć, że na początku stycznia do Federalnego Komitetu ds. Operacji Otwartego Rynku dołącza kilku nowych członków z prawem głosu — najbardziej „jastrzębi” z nich, Loretta Mester z Fedu z Cleveland, sądzi, że w 2016 r. Fed zdecyduje się na szereg czterech podwyżek. To więcej niż oczekuje rynek, który nadal nie wierzy w prognozy sporządzane po każdym posiedzeniu Fedu. Janet Yellen będzie niewątpliwie chciała, by w 2016 r. udało się pozbyć większej liczby wewnętrznych rozdźwięków niż w dwóch poprzednich latach — zwłaszcza w kontekście coraz poważniejszego ryzyka recesji. Wzrost gospodarczy w najlepszym przypadku powinien zbliżyć się do potencjalnego, który w ostatnich kilku latach był niższy z powodu słabszych wzrostów produktywności w gospodarce Stanów Zjednoczonych.

Kolejną cechą charakterystyczną roku 2015 było **załamanie światowego handlu**. Wiąże się ono głównie z rynkami wschodzącymi. Wszystko wskazuje na to, że globalizacja traci grunt, co jest stosunkowo nową okolicznością. Krajowe czynniki wzrostu ponownie staną się decydujące, co również oznacza, że ryzyko krajowe powróci jako kluczowy czynnik.

**Sytuacja strefy euro jest dość szczególna:** po kilku trudnych latach korzysta ona na środowisku niskich stóp procentowych (zarówno w krótkim, jak i w długim terminie), trwającym procesie defragmentacji finansowej, bardziej dostosowawczych politykach ekonomicznych i fiskalnych, a także bardziej zdecydowanym ożywieniu krajowych czynników rozwoju. Trzeba przyznać, że wzrost nie jest imponujący, jednak jest też zbliżony do potencjalnego, a jego składowe wreszcie składają do optymizmu. Należy pamiętać, że ubiegłoroczny kryzys w Grecji zakończył się pozytywnym rezultatem, ale był powolny i zawył na poziomie politycznym. To wyjaśnia, dlaczego akcje europejskie radziły sobie znacznie lepiej od tych ze Stanów Zjednoczonych.

W 2015 r. na pierwszy plan powróciły również **źródła ryzyka politycznego i geopolitycznego**. Ryzykowne wybory (Grecja, Portugalia, a w szczególności Hiszpania), złożona sytuacja polityczna (Brazylia i Turcja) oraz ataki terrorystyczne (zwłaszcza we Francji) raz jeszcze obnażyły chwiejność obecnego środowiska — wrażliwość, której skutków nadal do końca sobie nie uświadomiono. Na przełomie lat 2015/2016 powróciły również napięcia między Iranem a Arabią Saudyjską. Od dawna wiedzieliśmy o politycznych, dyplomatycznych i religijnych różnicach między tymi krajami, jednak obecnie kryzys wszedł w nową fazę.

Na początku stycznia **cena ropy** wzrosła w rezultacie napięć między Iranem i Arabią Saudyjską, jednak nie dajmy się zwieść: czynników sprzyjających jej wzrostowi jest obecnie zbyt niewiele — do tego stopnia, że Arabia Saudyjska zaczęła zmierzać w stronę oszczędności ekonomicznych: obecnie istnieją plany dywersyfikacji źródeł dochodów i ograniczenia wydatków... krótko mówiąc, przyspieszenia już zainicjowanych zmian modelu gospodarczego. W rzeczywistości dzieje się to już od pewnego czasu, jednak z dość mieszanymi rezultatami. Kraj nie ma już wyboru: deficyt budżetowy powinien zbliżyć się do 90 mld euro, tj. około 15% PKB. Planowane są podwyżki cen wody i energii elektrycznej o 70% oraz podwyżka cen produktów ropopochodnych o 80%. MFW obawia się, że kraj wyczerpie swoje rezerwy walutowe w ciągu pięciu lat. W rezultacie wszelkie zmiany są dość pilne. Należy zwrócić uwagę, że Arabia Saudyjska ma przed sobą dylemat: czy w kontekście obecnych deficytów budżetowych może zdecydować się na ograniczenie wydobycia (i zaakceptować późniejszy spadek wpływów podatkowych) w nadziei na pobudzenie ceny ropy, wiedząc, że jej zapasy osiągają obecnie rekordowe poziomy, a zniesienie sankcji da Iranowi okazję powrotu na ten rynek? W krótkim terminie jest to wysoce nieprawdopodobne, co uzasadnia utrzymywanie cen ropy na niskich poziomach — przynajmniej przez najbliższe kilka miesięcy.

Ogółem, z perspektywy ekonomicznej, ostatni rok był sceną **szybko przyspieszającej dekorrelacji rynków wschodzących** (na których występuje znacząca niepewność, a jednocześnie przewaga dla krajów będących konsumentami netto surowców) **w stosunku do krajów bardziej rozwiniętych** (oferujących większą widoczność),



Stany Zjednoczone: załamanie gospodarcze jest już widoczne



Załamanie światowego handlu — czynnik świadczący o trwającym załamaniu gospodarczym



Stany Zjednoczone a strefa euro: strefa euro wygrała w 2015 r.



Ryzyko geopolityczne znów przybrało na znaczeniu



Cena ropy znajduje się pod presją spadkową



Dekorrelacja i rozbieżności... dwa hasła na 2015 r.



co nie pozostało bez negatywnego wpływu na poziom bezpośrednich inwestycji zagranicznych oraz wyniki właściwych aktywów finansowych.

W tym kontekście **polityki monetarne są w większości dostosowawcze**, co sprzyja środowisku niskich stóp procentowych: niestandardowa polityka monetarna działa pełną parą w Chinach, Japonii i w strefie euro, a pewna liczba rynków wschodzących rozpoczęła cięcie stóp procentowych lub wkrótce planuje to zrobić. Fed jest jednym z niewielu banków centralnych, które zainicjowały cykl zacieśniania polityki monetarnej. Bank nie zdecydował się na to przez cały rok ze względu na niestabilność makrofinansową, a także — uważaną za przesadną — aprecjację dolara. Ogółem bank centralny Stanów Zjednoczonych, który zamierzał podwyższyć swoje kluczowe stopy, aby przekazać pozytywny komunikat dotyczący wzrostu i odzyskać nieco pola do działania, został zmuszony do czekania do grudnia, zanim wdrożył to, co ogłosił: pod koniec roku podwyższył stopę oprocentowania funduszy federalnych o 25 punktów bazowych, jednocześnie sugerując konieczność zachowania ostrożności. Tymczasem EBC poprzez swoje działania związane ze stopami procentowymi (zarówno bezpośrednio, jak i pośrednio) niewątpliwie odtworzył właściwe warunki sprzyjające akcji kredytowej dla przedsiębiorstw — przyczynił się też jednak do braku płynności na rynkach obligacji. EBC będzie kontynuować swój program skupu aktywów przynajmniej do końca marca 2017 r.

Krótko mówiąc, z powodu działań banków centralnych, a w szczególności EBC, w strefie euro powstaje środowisko skrajnie niskich stóp procentowych, a do końca października rekordowe 25% wszystkich obligacji przynosiło ujemne zwroty. Należy jednak pamiętać, że 2015 nie był dobrym rokiem dla obligacji. Zmiany nie były nagłe (z wyjątkiem kilku krajów wschodzących, które ucierpiały w rezultacie spadających cen surowców i deprecjacji swoich walut), jednak spready obligacji zakończyły rok trendem wzrostowym: + 14 p.b. w przypadku iTraxx Main, + 9 p.b. (wzrost do 77 p.b.) w przypadku iTraxx Senior Financials oraz + 5 p.b. dla iTraxx Subordinated Financials (wzrost do 155 p.b.). Obligacje wysokodochodowe radziły sobie na tych wodach całkiem dobrze (spread zmalał o 30 p.b. do 315 p.b.).

### Co więc należy robić w tym otoczeniu?

#### Można dojść od pięciu głównych wniosków:

- Wszystkie te gwałtowne załamania ekonomiczne mają konsekwencje dla oczekiwań inflacyjnych i polityki monetarnej. Trudno jest grać na powrót inflacji i istotne zainteresowanie aktywami pozwalającymi się przed nią zabezpieczyć, które dotychczas były najczęściej pomijane. Trudno jest również grać na restrykcyjne cykle polityki monetarnej.
- Dekorelacja i rozbieżności tworzą okazje związane z relatywnymi wycenami i relatywną atrakcyjnością. Efektem dekorrelacji jest aprecjacja dolara i wzrost spreadów obligacji skarbowych (długo- i krótkoterminowych) między Stanami Zjednoczonymi i Europą. Skutkiem rozbieżności jest ponowny wzrost znaczenia ryzyka — związanego z wyborem krajów i sektorów (w 2015 r. jednym z najbardziej uderzających przykładów był sektor energetyczny w amerykańskim segmencie instrumentów wysokodochodowych, w przeciwieństwie do jego europejskiego odpowiednika).
- Okresy podwyższonego napięcia prowadzą do występowania „przeoczanych” regionów i klas aktywów. Obecnie przeoczane — lub niedoceniane — są aktywa z rynków wschodzących oraz aktywa powiązane z inflacją, przy czym te pierwsze są w krótkim terminie bardziej atrakcyjne od tych drugich ze względu na całkowity brak inflacji.
- Naszą dominującą strategią ogólną jest ostrożność. Korekty prognoz wzrostu gospodarczego w dół jeszcze się nie zakończyły, zaś obecna sytuacja geopolityczna jest prawdopodobnie bardziej delikatna niż w ostatnich latach. W przeciwieństwie do kryzysów europejskich, które miały charakter wybitnie lokalny, obecnie mamy do czynienia z bardziej globalnymi, systemowymi źródłami ryzyka.



Fed kontra reszta świata... lub prawie reszta



2015: początek bessy na rynku obligacji?



Bez zmian ogólnego kierunku, ale należy zwiększyć ostrożność z uwagi na kontekst



- Spadek płynności na rynku instrumentów stałodochodowych nadal martwi inwestorów. Zwracamy na to uwagę już od ponad roku. Niska płynność, pogarszana przez niekonwencjonalne polityki banków centralnych, ograniczenia regulacyjne, dostosowanie pozycji znaczących inwestorów (z których wszyscy zajmują długą pozycję na instrumentach stałodochodowych i spreadach) oraz relatywny spadek liczby dostawców płynności zwiększają ryzyko na rynku obligacji w kontekście i tak już zwiększonej płynności.

**Na rynku instrumentów stałodochodowych:**

- Utrzymujemy nasze długie pozycje na obligacjach skarbowych, ponieważ efekt carry trade powinien być nadal kompensowany efektem kursu wymiany. Rynek obligacji przedsiębiorstw oferuje istotne rozbieżności/okazje do zarobku na różnicach między strefami, krajami, segmentami, sektorami oraz emitentami. Wzrost zmienności prawdopodobnie doprowadzi do powstania dobrych warunków dla odbicia stóp przez ograniczony okres, jednak wzrosty stóp procentowych i rentowności obligacji nie powinny trwać długo, uwzględniając bieżące i przyszłe polityki monetarne oraz obecne źródła presji deflacyjnej. Rozpoczęliśmy zajmowanie długich pozycji na rynku długu krajów wschodzących (przede wszystkim denominowanym w twardej walucie) i będziemy trzymać się tej strategii.

**Na rynkach akcji:**

- Nie planujemy zmieniać naszego ogólnego kierunku: i) ekspozycja na popyt wewnętrzny, ii) zwracanie uwagi na dekorelację lub przynajmniej różnice zapadalności między Stanami Zjednoczonymi, Japonią i strefą euro (w tej kolejności, jeśli chodzi o poziom zainteresowania); iii) wykorzystanie otoczenia niskich stóp procentowych, które sprzyja w szczególności dywidendom i odkupom akcji, a ponadto iv) koncentracja na wszystkim co zostało przeoczone lub niedocenione.

**ALOKACJA AKTYWÓW  
PERSPEKTYWA KRÓTKOTERMINOWA**



(-) Znaczące niedoważenie  
 (-) Niedoważenie  
 (●) Pozycja neutralna  
 (+) Przeważenie  
 (++) Znaczące przeważenie

**TYP PORTFELA**

**Portfele akcji**

- Beta portfela około 1
  - Preferować strefę euro i Japonię
  - Niedoważenie USA
  - Rynki wschodzące: wybór kraju ma kluczowe znaczenie
- W obrębie rynków wschodzących:
- przeważenie: Indie, Tajlandia, Peru, Europa i Meksyk;
  - pozycja neutralna na Chinach, Indonezji, Korei Południowej i Rosji;
  - niedoważenie: Malesja, Tajwan, Chile, Kolumbia, Grecja, Turcja, Brazylia i Zatoka Perska.

**Portfele obligacji**

- Utrzymać przeważenie obligacji. Brak istotnego rozróżnienia na klasę inwestycyjną i instrumenty wysokodochodowe.
- Transakcje spłaszczające krzywe dochodowości.
- Preferować USA w stosunku do strefy euro.
- Dług rynków wschodzących:
  - preferować dług w twardych walutach (długa na USD)
  - preferować lokalny dług wyłącznie po indywidualnej analizie przypadków
  - wdrażać motywy inwestycyjne w krajach wschodzących.
- Utrzymać długą pozycję na USD / krótką na JPY, długą na JPY / krótką na EUR.

**Portfele zdywersyfikowane**

- Preferować akcje ze strefy euro; pozycja neutralna na akcjach japońskich i amerykańskich
- Indie są naszym faworytem na rynkach akcji państw wschodzących... Ostrożnie z rynkami wschodzącymi!
- Dodatkowe ostrzeżenie dotyczące obligacji przedsiębiorstw: preferować europejskie wysokodochodowe w stosunku do wysokodochodowych z USA. Preferować amerykańską klasę inwestycyjną w stosunku do europejskiej klasy inwestycyjnej (płynność)
- Utrzymać przeważenie na obligacjach państwowych krajów z peryferii strefy euro w porównaniu z jej rdzeniem.
- Utrzymać orientację na spłaszczanie krzywej rentowności w Stanach Zjednoczonych
- Ograniczyć pozycje na długu rynków wschodzących denominowanym w twardej walucie.
- Długa pozycja na USD / krótka na JPY, długa na JPY / krótka na EUR.



## Czynniki ryzyka

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

W poniższej tabeli przedstawiono 10 czynników ryzyka z przypisanymi prawdopodobieństwami. Opisano w niej również najbardziej prawdopodobne skutki dla rynków.

### [ŹRÓDŁO RYZYKA NR 1] **Co gdyby Fed podjął niewłaściwą decyzję?** [PRAWDOPODOBIENSTWO] **15%**

**ANALIZA** Niewłaściwa interpretacja decyzji Fedu pozostaje znaczącym czynnikiem ryzyka. Fed może być ostrożny, ale różnice opinii w obrębie komitetu zwiększyły się po tym jak dołączyło do niego dwóch nowych członków z prawem głosu, takich jak Loretta Mester z Fedu w Cleveland, która stwierdziła, że w 2016 r. powinien podwyższyć stopy czterokrotnie — jest to opinia, której nie podzielają rynki ani kilku członków zdecydowanie gołębiego FOMC. Już od kilku lat banki centralne mają zwyczaj przygotowywać rynki finansowe i gospodarki na zmiany w polityce monetarnej. Zakończenie realizowanej od siedmiu lat ultradostosowawczej polityki monetarnej ma jednak szczególne znaczenie. Naszym zdaniem w tym momencie nie występuje istotna presja na zacieśnienie lub jakiegokolwiek rodzaju normalizację polityki monetarnej. Pogląd ten jest zasadniczo podzielany przez rynki finansowe. Błąd komunikacji w obecnym klimacie byłby szkodliwy. Warunki w Chinach i na rynkach wschodzących również wymagają uwagi, ponieważ istnieją obawy o to, że rynki finansowe mogłyby źle zareagować na przedwczesną lub pozbawioną solidnego uzasadnienia podwyżkę stóp.

**WPLYW NA RYNEK** Można liczyć na gwałtowne załamanie na rynkach akcji, które rozprzestrzeniłoby się na rynki wschodzące — już osłabione przez sytuację w Chinach, spowolnienie gospodarcze, spadek cen surowców, kiepskie zarządzanie inflacją oraz obniżki ich ratingów kredytowych. EBC realizowałby swój program luzowania ilościowego, sprzyjając wzrostowi spreadów i różnic stóp procentowych między Europą i Stanami Zjednoczonymi, a także dalszemu osłabieniu euro — co stanowi dwa argumenty za europejskimi aktywami ryzykownymi.

### [ŹRÓDŁO RYZYKA NR 2] **Twarde lądowanie chińskiej gospodarki** [PRAWDOPODOBIENSTWO] **20%**

**ANALIZA** Obecne trudności Chin — które w pierwszych dniach stycznia były nadal wyraźnie widoczne — są poważniejsze niż te w poprzednich okresach napięcia na rynkach wschodzących. Jest tak z co najmniej dwóch powodów: Chiny odpowiadają obecnie za 13% światowego PKB, a ich łączne zadłużenie odpowiada 250% PKB (przed kryzysem finansowym z 2008 r. było to 150%). Chiński model gospodarczy traci parę. Gospodarka jest przekredytowana, obciążenie długiem gwałtownie się zwiększa, działalność parabanków jest kłopotliwie regulowana, konkurencyjność przemysłu eroduje, wzrosty produktywności spadają, a potencjał wzrostu gospodarczego maleje. Pytanie nie dotyczy tego, czy przyszły lub potencjalny wzrost gospodarczy będzie niższy. To już wiadomo na pewno. Chodzi raczej o to, czy istnieje ryzyko tego, że wzrost gospodarczy szybko (i znacząco) spadnie poniżej poziomu potencjalnego — innymi słowy, czy Chiny doświadczą kryzysu gospodarczego na dużą skalę. Dotychczas rząd Chin pokazał, że dysponuje środkami pozwalającymi na zwalczanie negatywnych skutków takiej sytuacji, a mianowicie bodźcami monetarnymi, fiskalnymi i budżetowymi, niewymienialnością juana, mechanizmami kontroli odpływu kapitału i możliwością zamknięcia giełd akcji w razie potrzeby. Z kolei poważniejsze załamanie chińskiego wzrostu gospodarczego wydłużyłoby i tak już pokazaną listę globalnych źródeł presji deflacyjnej.

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

### [ŹRÓDŁO RYZYKA NR 3] **Załamanie globalnego wzrostu** [PRAWDOPODOBIENSTWO] **20%**

**ANALIZA** „Twarde lądowanie” chińskiej gospodarki oznaczałoby załamanie globalnego wzrostu, jednak możliwe są też inne przyczyny. Dalszy spadek cen surowców i załamanie globalnego handlu, trwający zwrot w polityce monetarnej Stanów Zjednoczonych, a także strukturalna słabość europejskiej aktywności gospodarczej wzbudzają obawy przed załamaniem globalnego wzrostu gospodarczego. Zespół Amundi podchodzi do prognoz wzrostu mniej optymistycznie niż ogół inwestorów i organizacji międzynarodowych. Zagrożeniem jest w tym przypadku jeszcze gorszy scenariusz, ponieważ może dojść do dramatycznego spowolnienia globalnego wzrostu gospodarczego. Chiny przestałyby być źródłem zaufania. Dotychczas spowolnienie na rynkach wschodzących było namacalną rzeczywistością, podczas gdy sytuacja na rynkach „rozwiniętych” od kilku 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, zatrudnienia... krótko mówiąc, z popytem wewnętrznym.

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

### [ŹRÓDŁO RYZYKA NR 4] **Gwałtowna dewaluacja juana** [PRAWDOPODOBIENSTWO] **10%**

**ANALIZA** Przez kilka dni w połowie sierpnia ubiegłego roku Chiny sprawiały wrażenie, że rezygnują ze swojej polityki kursów wymiany, przygotowując rynki na znaczącą deprecjację juana. 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 się do tego uciekać. Oprócz natychmiastowych, wysoce negatywnych konsekwencji dla rynków finansowych taka decyzja (gwałtowna dewaluacja o przynajmniej 10%) niewątpliwie zostałaby zinterpretowana jako przyznanie się do słabości polityki ekonomicznej jako całości. Umiarkowane ryzyko, ale potencjalnie bardzo poważne szkody.

## Czynniki ryzyka

**WPLYW NA RYNEK** 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. Byłoby to cios dla euro i dla europejskiej gospodarki, ponieważ waluty rynków wschodzących odpowiadają za ponad 70% efektywnego kursu wspólnej waluty.

### [ŹRÓDŁO RYZYKA NR 5] Ciąg dalszy spowolnienia na rynkach wschodzących (ponowny spadek cen surowców)

[PRAWDOPODOBIENSTWO] **20%**

**ANALIZA** Spadające ceny surowców, problemy ze wzrostem gospodarczym w Chinach oraz zbliżająca się zmiana polityki monetarnej Stanów Zjednoczonych — wszystkie te czynniki wzbudzają obawy przed powtórką z kryzysu z lat 1997–1998 (gdy doszło do powszechnego załamania na rynkach wschodzących). Należy pamiętać, że rynki wschodzące znajdują się pod presją od czasu zakończenia amerykańskich programów QE. Dotychczas wyłącznie Azji udało się opierać tej presji dzięki dobrej kondycji chińskiej gospodarki oraz jej zdolności do ograniczania skutków trudności. Bankructwa przedsiębiorstw i wskaźniki wyprzedzające aktywności niekiedy wzbudzały alarm na rynkach, jednak zasoby zaangażowane przez władze Chin (cięcia stóp procentowych i obniżenie stopy rezerw obowiązkowych dla banków, zastrzyki płynności, środki fiskalne i podatkowe, utrzymanie polityki walutowej itp.) ostatecznie ustabilizowały sytuację. Obecnie sytuacja jest znacznie bardziej skomplikowana, a Azja zanurkowała tak, jak kiedyś Europa i Ameryka Łacińska. Prognozy wzrostu są regularnie korygowane w dół — występuje też ryzyko, że popyt wewnętrzny spadnie, a polityka ekonomiczna okaże się nieefektywna.

**WPLYW NA RYNEK** Ten scenariusz byłby potwierdzeniem bieżącego, tylko na większą skalę: stałe spowolnienie na rynkach wschodzących i ciąg dalszy ożywienia w krajach rozwiniętych. Trudno jest uwierzyć, że kraje rozwinięte okazałyby się całkowicie odizolowane w takim klimacie, jednak należy liczyć na kontynuację spadków cen surowców i kursów walut rynków wschodzących, a także odpływu kapitału z tych krajów. W takiej sytuacji opłacalny będzie wybór aktywów z krajów rozwiniętych i bezpiecznych przystani.

### [ŹRÓDŁO RYZYKA NR 6] Nowy kryzys w Europie

[PRAWDOPODOBIENSTWO] **5%**

**ANALIZA** W trakcie greckiego kryzysu wystąpiła poważna różnica zdań w odniesieniu do nadzoru ekonomicznego nad strefą euro, potrzeby stosowania bodźców stymulacyjnych, przyjęcia reform w odpowiedzi na kryzys, zarządzania greckim długiem, a nawet roli EBC. Po raz kolejny obnażone zostały ograniczenia europejskich instytucji. Jednym z głównych powodów jest to, że kryzysy takie jak obecny — i dotyczące ich środki zaradcze — po prostu nigdy nie zostały (lub nie mogły zostać) przewidziane w europejskich traktatach, zaś „dogmat konwergencji” nie przygotował europejskich instytucji na takie scenariusze ryzyka. Zadanie polega obecnie na zareagowaniu na wyzwania takie jak europejski deficyt nadzoru, brak koordynacji polityk budżetowych, niepowodzenie w zakresie nadzoru nad nierównowagą budżetów czy fakt niedokończenia mechanizmu mającego na celu wspieranie krajów przeżywających trudności, jak również nieuwzględnienie współzależności występujących w relacjach między krajami członkowskimi (podczas gdy stosowany przez EBC mechanizm zapobiegania rozprzestrzenianiu się kryzysu uległ znaczącej ewolucji, nie można tego powiedzieć o froncie budżetowym). Krótko mówiąc, konieczne jest obecnie zajęcie się iluzją konwergencji. Jest wysoce prawdopodobne, że ewentualny nowy kryzys grecki (lub europejski) byłby „śmiertelny” w skutkach, chyba że nastąpi „wielki skok naprzód” w stronę federalizmu.

**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 są one „zmęczone” ekonomicznym i finansowym wspieraniem państw przeżywających problemy.

### [ŹRÓDŁO RYZYKA NR 7] Kryzys płynności

[PRAWDOPODOBIENSTWO] **20%**

**ANALIZA** Oprócz opisanych powyżej scenariuszy ryzyka, które mogłyby doprowadzić do likwidacji pozycji i/lub portfeli, warto raz jeszcze przypomnieć, że występujące ograniczenia w zakresie płynności wymagają dodatkowej ostrożności. Od czasu kryzysu finansowego z 2008 r. czynniki takie jak spadek aktywów banków inwestycyjnych, ograniczenia regulacyjne, które doprowadziły do zakupu i utrzymania przez znaczących graczy dużych ilości obligacji, ograniczenie aktywności w zakresie inwestycji na własny rachunek i animowania rynków oraz dominacja banków centralnych za pośrednictwem programów QE „wydrenowały” rynki instrumentów stałodochodowych, a zamknięcie pozycji lub portfela wymaga obecnie więcej czasu (jeśli wierzyć Bankowi Anglii, trwa siedmiokrotnie dłużej niż przed kryzysem finansowym z 2008 r.).

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

### [ŹRÓDŁO RYZYKA NR 8] Rynki finansowe formułują błędne długoterminowe prognozy stóp procentowych

[PRAWDOPODOBIENSTWO] **70%**

**ANALIZA** W ostatnich trzech latach inwestorzy prognozowali zbyt wiele podwyżek stóp procentowych — zwłaszcza jeśli chodzi o Stany Zjednoczone. Koniec kryzysu finansowego, ożywienie aktywności gospodarczej i oczekiwania dotyczące zacieśnienia polityki monetarnej stanowią trzy czynniki najczęściej przywoływane jako argumenty za takimi prognozami. Potencjał wzrostu gospodarczego jest jednak niższy, zaś ożywienie gospodarcze jest mniej solidne niż

## Czynniki ryzyka

w trakcie poprzednich cykli (poziom inwestycji jest niewystarczający, rynek pracy pozostaje zbyt słaby, wynagrodzenia nie rosną w wystarczającym stopniu itp.) — w rezultacie nadal jest zbyt wcześnie na normalizację polityki monetarnej. Co więcej, globalny nadmiar płynności w przewidywalnej przyszłości nie zniknie. Japonia i strefa euro nie zakończyły jeszcze swoich programów luzowania ilościowego. Chiny, Indie i wiele innych krajów nadal wdrażają ekspansywną politykę monetarną. Fed pozostanie ostrożny, a Bank Anglii nie sprzyja zacieśnieniu monetarnemu. A nawet jeśli założymy, że deficyty budżetowe nie są ściśle powiązane ze stopami długoterminowymi, to powszechna redukcja deficytów sektora publicznego wymagałaby raczej utrzymywania takich stóp na niskich poziomach. I wreszcie mamy realne źródła presji deflacyjnej: słabszy wzrost globalny, spadek globalnego handlu, spadek cen surowców, niższą inflację oraz ceny produkcji przemysłowej, które w najlepszym przypadku nie zmieniają się.

**WPLYW NA RYNEK** Występują bardzo istotne czynniki wpływające na utrzymywanie stóp długoterminowych na niskim poziomie. Równie dobrze może dość do znaczącej „zmiany wyceny” stóp długoterminowych — zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych, gdzie oczekiwania dotyczące podwyżek stóp wydają się przesadne, prognozy wzrostu gospodarczego zbyt optymistyczne, a bieżące stopy zbyt wysokie.

### [ŹRÓDŁO RYZYKA NR 9] Ryzyko polityczne i geopolityczne

**[PRAWDOPODOBIENIŃSTWO] 70%**

**ANALIZA** Pod względem politycznym i geopolitycznym koniec roku 2015 był trudny: Syria, ataki terrorystyczne, Państwo Islamskie i napływ migrantów to niektóre z sił osłabiających więzi dyplomatyczne między krajami — zwłaszcza w Europie. Na dodatek sytuacja polityczna w niektórych krajach, takich jak Brazylia i Turcja, bynajmniej nie poprawia ogólnego klimatu. Zaangażowanie Stanów Zjednoczonych w walkę z Państwem Islamskim, a co najważniejsze charakter tego zaangażowania, jest obecnie przedmiotem debaty, zaś w 2016 r. prawdopodobnie nadal pozostanie ono kwestią sporną. Na początku 2016 r. napięcia między Iranem i Arabią Saudyjską stwarzają podstawy do obaw.

**WPLYW NA RYNEK** Na horyzoncie nie ma powszechnej destabilizacji, jednak należy przygotować się na regularne skoki napięcia i zmienności. Bieżące źródła ryzyka politycznego są wyraźnie określone i konkretne, ale czy wystarczą one, by zmienić perspektywy wzrostu lub orientacje na rynkach finansowych? Na tym etapie nic nie jest pewne.

### [ŹRÓDŁO RYZYKA NR 10] Brexit

**[PRAWDOPODOBIENIŃSTWO] 50%**

**ANALIZA** Premier David Cameron, ponownie wybrany w 2015 roku, ogłosił, że do końca 2017 roku (w październiku 2016 roku?) zorganizuje referendum w sprawie pozostania w Unii Europejskiej (Britain's exit = Brexit). Jeżeli Wielka Brytania (Anglia, Szkocja, Walia i Irlandia Północna) zagłosuje za opuszczeniem Unii, możliwe będą dwa scenariusze. W scenariuszu nr 1 (najkorzystniejszym i najbardziej prawdopodobnym) Wielka Brytania otrzyma status podobny do Szwajcarii, która nie jest członkiem Unii Europejskiej, ale zawarła z nią umowy handlowe. W scenariuszu nr 2 (najbardziej niekorzystnym) wszystkie więzi łączące Wielką Brytanię z Unią Europejską zostaną przecięte. 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. Negatywny wpływ na kraje UE byłby mniejszy, jednak najbardziej ucierpiałyby te, które utrzymują z Wielką Brytanią bliskie więzi, czyli przede wszystkim Irlandia, ale też Luksemburg, Belgia, Szwecja, Malta i Cypr. Należy zauważyć, że „utrata” Wielkiej Brytanii doprowadzi do korekty składek do budżetu Unii — najbardziej ucierpią, oczywiście, najwięksi płatnicy, czyli Niemcy i Francja. Licząc proporcjonalnie, składka Niemiec wzrośnie o 2,2 mld euro, Francji o 1,9 mld euro, a Włoch o 1,4 mld euro.

**WPLYW NA RYNEK** Obecnie prawdopodobieństwo przegłosowania Brexit wynosi 50%, zaś w przypadku opuszczenia Unii prawdopodobieństwo scenariusza „miękkiego” wynosi 75%. Niezależnie od tego, co się wydarzy, zwłaszcza w przypadku „twardego” wyjścia dojdzie do osłabienia funta szterlinga i długoterminowego negatywnego wpływu na brytyjskie PKB. Występują też dwa czynniki, które mogły przyczynić się do utrzymania monetarnego status quo. Po pierwsze, 50% brytyjskiego eksportu trafia do Unii Europejskiej. Po drugie, Wielka Brytania przestałaby korzystać z porozumień wynegocjowanych między UE i Kanadą, Stanami Zjednoczonymi, Japonią, Indiami, Singapurem, Malezją i wieloma innymi krajami.

## Perspektywa makroekonomiczna

STYCZEŃ		
AMERYKA PŁN. I PŁD.		CZYNNIKI RYZYKA
<b>STANY ZJEDNOCZONE</b>	<p><b>W latach 2016–2017 ożywienie wyhamuje, a zacieśnianie polityki pieniężnej będzie bardzo ostrożne.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Ożywienie jest napędzane przez poprawę sytuacji na rynku pracy, korzystny wpływ tańszej ropy na konsumpcję oraz wzrost popytu na nieruchomości mieszkalne. Przyspieszenie wzrostu wynagrodzeń musi jednak jeszcze zostać potwierdzone. Przemysł nadal znajduje się pod presją ze strony aprecjacji dolara, spadku cen ropy naftowej w sektorze energetycznym i spowolnienia w krajach wschodzących.</li> <li>&gt; Mniej więcej w latach 2016–2017 ożywienie będzie stopniowo tracić parę — głównie ze względu na spowolnienie w zakresie tworzenia miejsc pracy (gospodarka bliska pełnego zatrudnienia) i rozpraszanie mocy nabywczej wywołane przez spadające ceny ropy naftowej, podczas gdy w otoczeniu zewnętrznym nadal panować będzie zastój.</li> <li>&gt; Fed będzie kontynuować serię podwyżek stóp jedynie w bardzo ograniczonym stopniu.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Potencjał wzrostu opóźniony w przewidywalnej przyszłości (trwała stagnacja).</li> <li>&gt; Nadmierny wzrost dolara.</li> <li>&gt; Nieuchronne rozprzestrzenienie się problemów rynków wschodzących.</li> </ul>
<b>BRAZYLIA</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Warunki gospodarcze w Brazylii pogarszają się nieustannie od czasu nasilenia kryzysu politycznego.</li> <li>&gt; Zmiana na stanowisku ministra finansów otwiera drogę do zakrojonej na mniejszą skalę i bardziej stopniowej konsolidacji budżetowej, która mogłaby zwiększyć presję na Brazylijski Bank Centralny.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Monetyzacja długu.</li> <li>&gt; Wprowadzenie łagodniejszego policy mix.</li> </ul>
<b>EUROPA</b>		
<b>STREFA EURO</b>	<p><b>Ciąg dalszy ożywienia wspieranego polityką monetarną i fiskalną.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Ożywienie przyspieszyło w III i IV kwartale dzięki poprawie popytu wewnętrznego (zwłaszcza konsumpcji i wydatków publicznych, ponieważ inwestycje nadal były zbyt niskie) i pomimo stosunkowo niesprzyjającego otoczenia zewnętrznego (spowolnienie na rynkach wschodzących) oraz nowych źródeł niepewności politycznej (zwłaszcza w Hiszpanii).</li> <li>&gt; Finansowe środki naprawcze, plany oszczędnościowe oraz korzyści uzyskane dzięki reformom strukturalnym pozwolą na utrzymanie ożywienia, a nawet mogą pozwolić na jego nieznaczne przyspieszenie w 2016 r. Spadek cen ropy i deprecjacja euro w latach 2014–2015 nadal odgrywają korzystną rolę.</li> <li>&gt; Po zwiększeniu skali środków niekonwencjonalnych w grudniu 2015 r. EBC jest gotów do podjęcia kolejnych kroków w przypadku rozczarowujących danych o wzroście gospodarczym lub inflacji.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Rozprzestrzenienie się problemów gospodarczych i finansowych, z którymi borykają się rynki wschodzące.</li> <li>&gt; Zwiększająca się presja deflacyjna.</li> <li>&gt; Ryzyko polityczne (wysoki wynik partii przeciwnych obecnemu kształtowi europejskich instytucji w wyborach, które odbyły się w 2015 r.).</li> </ul>
<b>WIELKA BRYTANIA</b>	<p><b>Niewielkie spowolnienie w 2016 r. wywołane przez programy oszczędnościowe i niepewność związaną z potencjalnym opuszczeniem UE.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Chociaż wzrost gospodarczy nieco spowolnił, bezrobocie nadal spada.</li> <li>&gt; Mimo że środki oszczędnościowe mające na celu zmniejszenie deficytu finansów publicznych zostały ograniczone w stosunku do tego, czego spodziewano się jeszcze kilka miesięcy temu, w 2016 r. nieco umniejszą one wzrost gospodarczy, a niepewność związana z referendum w sprawie opuszczenia UE przez Wielką Brytanię praktycznie na pewno zaszkodzi klimatowi biznesowemu.</li> <li>&gt; Charakterystyczną cechą niemal pełnym zatrudnieniem gospodarka świadczy o możliwości podwyżki stóp w 2016 r., jednak perspektywa referendum w sprawie Brexit skłoni Bank Anglii do ostrożności.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Aprecjacja GBP.</li> <li>&gt; Deficyt finansów publicznych i deficyt na rachunku bieżącym nadal bardzo wysokie.</li> <li>&gt; Referendum w sprawie Brexit zaplanowane na 2016 (lub 2017) r.</li> </ul>
<b>AZJA</b>		
<b>CHINY</b>	<p><b>Chiny: stabilizator dla globalnych rynków kapitałowych oraz silnik wzrostu globalnej gospodarki w 2016 r.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Nadal sądzimy, że chińska gospodarka w 2016 r. będzie prawdopodobnie poruszać się w pobliżu dna, wahając się w niewielkim stopniu.</li> <li>&gt; Biorąc pod uwagę agresywną politykę monetarną i fiskalną, a także agresywne podejście do rynku nieruchomości i inwestycji, można oczekiwać, że chińskie rynki kapitałowe będą wysoce płynne — w rezultacie Chiny byłyby stabilizatorem dla globalnych rynków kapitałowych.</li> <li>&gt; W 2016 r. Chiny będą wdrażać kolejne reformy, związane zwłaszcza z popytem.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Stabilizator globalnych rynków kapitałowych.</li> <li>&gt; Silnik wzrostu globalnej gospodarki.</li> </ul>
<b>INDIE</b>	<p><b>Indie: w 2016 r. azjatycki silnik wzrostu globalnej gospodarki.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Czynniki sprzyjające nadal obejmują: efekt Modiego, stałe niskie ceny ropy, globalne środowisko dezinflacji oraz przestrzeń do obniżania stóp przez indyjski bank centralny.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Wzrost gospodarczy w Indiach powinien przyspieszyć.</li> </ul>
<b>JAPONIA</b>	<p><b>Oczekuje się, że popyt wewnętrzny wzrośnie dzięki wsparciu korzystnego policy mix.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; W 2015 r. wzrost gospodarczy Japonii był nieregularny — mieliśmy do czynienia z niepewnością dotyczącą Chin, a także z trudnościami gospodarstw domowych w zakresie przystosowania się do rosnących cen konsumenckich dóbr podstawowych.</li> <li>&gt; Podwyżki wynagrodzeń i powrót inwestycji będą sprzyjać poprawie w 2016 r. Przedsiębiorstwa skorzystają na zmniejszonym podatku od osób prawnych.</li> <li>&gt; Bank Japonii zwiększy swoje wsparcie, starając się zapobiec nadmiernej deprecjacji JPY.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Narażenie na chińskie spowolnienie gospodarcze.</li> <li>&gt; Niepewność polityczna (wybory do izby wyższej parlamentu w połowie 2016 r.).</li> </ul>



## Prognozy makroekonomiczne i finansowe

### PROGNOZA MAKROEKONOMICZNA

- Stany Zjednoczone:** faza ekspansji jeszcze się nie zakończyła. Sytuacja na rynku pracy nadal się poprawiała, a otoczenie nadal sprzyja ciągłemu wzrostowi konsumpcji. Dla porównania, sektory narażone na ryzyko międzynarodowe cierpią z powodu umocnienia dolara oraz spowolnienia na rynkach wschodzących.
- Japonia:** powolne wyjście z deflacji. Gospodarstwa domowe muszą przystosować się do wyższych cen. Wzrost wynagrodzeń stanowi klucz do trwałego ożywienia, jednak spowolnienie w Chinach szkodzi zaufaniu przedsiębiorstw.
- Strefa euro:** ożywienie trwa, ale jest powolne. Źródła ryzyka wewnętrznego (deflacja i kryzys w Grecji) są coraz mniej istotne, jednak ryzyko zewnętrzne (narażenie na spowolnienie na rynkach wschodzących) narasta. Ożywienie inwestycji nadal jest wysoce niewystarczające.
- Brazylia:** ze wzrostem PKB w III kw. na poziomie -4,5% w stosunku do -3% w II kw., Brazylia coraz bardziej pogrąży się w recesji. Należy zauważyć, że w świetle pogorszenia warunków gospodarczych i politycznych obniżyliśmy swoje prognozy wzrostu gospodarczego do -3,0% w bieżącym roku i -2,0% w roku 2016. Po rezygnacji ministra finansów kryzys polityczny osiągnął szczyt — oczekuje się, że w połączeniu z dalszym spadkiem cen ropy doprowadzi to do pogorszenia i przedłużenia recesji. Nasze prognozy na początek stycznia to odpowiednio -3,5%, -2,5% i -0,5% w latach 2015, 2016 i 2017, z ryzykiem dalszego spadku.
- Rosja:** w III kwartale PKB zmalał o 4,1% r/r, co jednak stanowiło niewielką poprawę w stosunku do poprzedniego kwartału (spadek o 4,6% r/r). Choć wydaje się, że rosyjska gospodarka uderzyła już o skaliste dno, utrzymujemy nasz scenariusz głębokiej recesji w 2015 r. (-4,5%), a następnie -1,8% w 2016 r. Trzeba pamiętać, że występuje pewna liczba wewnętrznych i/lub zewnętrznych czynników, które prawdopodobnie przyczynią się do powrotu dodatniego wzrostu gospodarczego w 2016 r.

Średnie roczne (%)	Rzeczywisty wzrost PKB, %			Inflacja (CPI, r/r, %)		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
USA	2,4	2,2	1,8	0,2	1,8	1,9
Japonia	0,7	1,6	0,9	0,5	0,8	1,4
<b>Strefa euro</b>	1,4	1,5	1,4	0,0	0,9	1,5
Niemcy	1,6	1,6	1,5	0,2	1,3	1,7
Francja	1,1	1,2	1,1	0,1	0,8	1,3
Włochy	0,8	1,2	1,4	0,2	0,6	1,1
Hiszpania	3,1	2,3	1,5	-0,4	0,5	1,0
Wlk. Brytania	2,4	2,2	2,2	0,2	1,4	1,7
Rosja	-4,5	-1,8	1,0	15,8	10,0	8,5
Turcja	2,9	2,6	3,0	7,4	7,5	7,0
Chiny	6,5	6,0	5,8	1,5	1,2	1,0
Indie	7,2	7,4	7,2	5,2	5,4	5,0
Indonezja	4,8	5,0	4,8	7,0	6,8	6,8
Brazylia	-3,5	-2,5	-0,5	9,0	7,0	6,5
Kraje rozwinięte	1,8	1,9	1,7	0,3	1,4	1,7
Kraje wschodzące	3,9	4,0	4,3	4,4	4,0	3,8
Świat	3,0	3,1	3,1	2,6	2,9	2,9

Źródło: Amundi Research

### PROGNOZA KLUCZOWYCH STÓP PROCENTOWYCH

- FED:** Fed w grudniu rozpoczął swój cykl zacieśniania polityki pieniężnej. Obecny cykl zacieśniania polityki monetarnej będzie realizowany bardzo powoli, a jego skala będzie bardzo ograniczona.
- EBC:** EBC przedłużył swój program luzowania ilościowego do marca 2017 r., a ponadto rozszerzył program PSPP na obligacje samorządów regionalnych. Bank obniżył swoją stopę depozytową do -0,30%, jednak poinformował też, że obniży ją ponownie wyłącznie w przypadku znaczącego szoku. EBC jeszcze przez wiele lat będzie utrzymywać politykę zerowych stóp procentowych.
- Bank Japonii:** Bank Japonii nie wydaje się zdeterminowany, by szybko zwiększyć skalę swojego programu luzowania jakościowego i ilościowego (QQE).
- Bank Anglii:** pierwsza podwyżka stóp Banku Anglii nastąpi w drugim półroczu 2016 r.

	2016-01-08	Amundi +6 m.	Konsensus II kw. 2016 r.	Amundi 12m.	Konsensus IV kw. 2016 r.
USA	0,50	0,75	0,90	1,00	1,30
Strefa euro	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Japonia	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Wlk. Brytania	0,50	0,50	0,70	0,75	1,00

### PROGNOZA STÓP DŁUGOTERMINOWYCH

- Stany Zjednoczone:** wzrost amerykańskich stóp długoterminowych będzie ograniczony. Krzywa dochodowości w USA nadal będzie się spłaszczać.
- Strefa euro:** presja spadkowa na rentowności długoterminowe związana z programem QE EBC utrzyma się jeszcze przez pewien okres. Rentowności długoterminowe powinny utrzymać się na poziomach zbliżonych do obecnych.
- Wielka Brytania:** wzrost brytyjskich stóp długoterminowych będzie powolny i ograniczony.
- Japonia:** Bank Japonii kontroluje całość krzywej dochodowości tutejszych obligacji. Kontynuacja QE będzie oznaczać brak powodów do znaczącego wzrostu stóp.

#### Prognozy rentowności obligacji dwuletnich

	2016-01-08	Amundi +6 m.	Konsensus II kw. 2016 r.	Amundi 12m.	Konsensus IV kw. 2016 r.
USA	0,94	1,00/1,20	1,41	1,20/1,40	1,74
Niemcy	-0,39	-0,40/-0,20	-0,06	-0,40/-0,20	0,00
Japonia	-0,02	0,00/0,20	0,01	0,00/0,20	0,03
Wlk. Brytania	0,50	0,60/0,80	1,05	0,80/1,00	1,55

#### Prognozy rentowności obligacji 10-letnich

	2016-01-08	Amundi +6 m.	Konsensus II kw. 2016 r.	Amundi 12m.	Konsensus IV kw. 2016 r.
USA	2,15	2,20/2,40	2,59	1,80/2,00	2,82
Niemcy	0,51	0,40/0,60	0,68	0,40/0,60	0,96
Japonia	0,23	0,20/0,40	0,37	0,20/0,40	0,49
Wlk. Brytania	1,76	1,80/2,00	2,25	1,80/2,00	2,51

### PROGNOZA DLA WALUT

- EUR:** wdrożenie QE nadal będzie wpływać na kurs euro.
- USD:** dolar powinien nieznacznie aprecjować nawet jeśli potencjał aprecjacji jest relatywnie niższy.
- JPY:** gotowość Chin do ograniczenia siły juana oraz niechęć Banku Japonii do kontynuowania dostosowawczej polityki monetarnej sprzyjają deprecjacji jena.
- GBP:** umiarkowany wzrost w stosunku do euro. Wahania i obawy Banku Anglii związane z Brexitem sprzyjają agresywnej pozycji długiej.

	2016-01-08	Amundi +6 m.	Konsensus II kw. 2016 r.	Amundi 12m.	Konsensus IV kw. 2016 r.
EUR/USD	1,09	1,05	1,05	1,05	1,07
USD/JPY	117,90	120,00	123,50	120,00	125,00
EUR/GBP	0,75	0,73	0,70	0,70	0,70
EUR/CHF	1,09	1,10	1,09	1,10	1,11
EUR/NOK	9,69	9,50	9,37	9,30	9,42
EUR/SEK	9,27	9,15	9,27	9,10	9,47
USD/CAD	1,41	1,45	1,37	1,50	1,34
AUD/USD	0,70	0,65	0,70	0,65	0,70
NZD/USD	0,66	0,60	0,63	0,60	0,63